

קורס הערכת שווי חברות

האוניברסיטה העברית

הערכת שווי חברת גולף בע"מ

ליום 31 לדצמבר 2012

GOLF & Co.

תמצית מנהלים:

- בעבודה זו נערך ניתוח דוחות כספיים והערכת שווי לחברת "גולף".
- החברה הינה חברה הממוקמת בישראל ופועלת בתחום האופנה. החברה פועלת בארץ בשני תחומי פעילות שונים: תחום אופנת ההלבשה ותחום אופנת הבית. החברה מפעילה כ-280 חנויות בפריסה ארצית תחת המותגים: גלף, גולף אנד קו, מקס מורטי, פולגת, אינטימה, בלו בירד וספרינט.
- בפרק הראשון לעבודתנו נעסוק במאפייני החברה תוך המתמקדות במבנה הבעלות, תחומי הפעילות, לקוחות ונתונים לגבי סחירות המניה. בפרק השני נסקור ונתח נתונים היסטוריים של החברה תוך אמידת האינדיקטורים המרכזיים הנחוצים לצורך הערכת השווי ובניית התחזית לפי שיטת ה-DCF. בפרק השלישי נעסוק בניתוח המאפיינים הכלכליים של החברה באמצעות ניתוח חמשת הכוחות של פורטר ואומדן החפיר של החברה, רוחבו וציביותו. בפרק הרביעי נבצע הערכת שווי לפעילות החברה ולהונה העצמי בשיטת ה-DCF. הערכת השווי תתבסס על תחזית פרטנית של כלל הסעיפים התוצאתיים והמאזניים המשפיעים על שווי החברה. בפרק זה גם נאמוד את שיעור ההיוון המתאים לחברה. נסיים את הפרק בניתוח רגישות של החברה לשיעורי הצמיחה ולשיעור ההיוון, בפרק החמישי ננסה לאמוד את שווי החברה באמצעות שיטת המכפילים. לשם כך נעזר בחברת השוואה, חברת "פוקס" ובנתונים כלל ענפיים מאתרו של דמודרן. בנוסף בפרק זה נבצע השוואה בין התוצאות אשר התקבלו בשיטת ה-DCF לבין התוצאות שהתקבלו בשיטת המכפילים ונבחר מהו המכפיל הראוי לאמידת שווייה של החברה.

תוצאות:

- מתוצאות הערכת החברה לפי שיטת ה-DCF התקבל שווי בסך 531,144 אלפי ₪. סכום המהווה סטייה של פחות מ-2% משווייה בשוק כיום.
- מתוצאות הערכת השווי באמצעות מכפיל הרווח הנקי התקבלה סטייה גבוהה של כ-20% בין שווייה של החברה בשוק לבין שווייה בשימוש במכפיל זה. לעומת זאת בשימוש במכפיל הרווח התפעולי התקבלה סטייה מינורית של כ-0.5%. על כן הוסק כי המכפיל הראוי לחברה הינו מכפיל הרווח התפעולי.

ממצאים עיקריים:

- בשנים האחרונות נכנסו לשוק האופנה בישראל מתחרות בינלאומיות רבות, דבר הגרם להחרפה משמעותית בתחרות בענף וגרר אחריו ירידת מחירים ושחיקה ברווחיות.
- בשנים האחרונות סובלת החברה משחיקה באחדת הצרכנים למותג ההלבשה ומתחרות קשה בתחום אופנת הבית. מכירות החברה אמנם נשארו יציבות, אך הרווחיות ירדה משמעותית. הסיבות העיקריות לירידה זו הינן: איבוד נתח שוק לטובת מתחרים, חיתוך מחירי המכירה וגידול בהוצאות המכירה והשיווק.
- החברה ירדה משיעור רווח תפעולי של 17% בשנת 2009 לשיעור רווח תפעולי של 8.9% בשנת 2012. החברה ניסתה לבצע מספר מהלכים ע"מ להעלות שוב את שיעור הרווחיות כגון רכישת רשת בלו-בירד, הכנסת מותג חדש לרשת (מותג TSUMY), פתיחת מועדון לקוחות, כוונה לפיתוח

חבילות שי במכירה מקוונת. כל אלו לא עזרו לחברה לעלות את שיעור הרווחיות התפעולית הנמוך.

- רוחב החפיר של החברה הינו בינוני. מצד אחד, ע"פ ניסיון העבר, רואים את התמודדותה הלוקה בחסר של החברה עם הסביבה התחרותית. מצד שני, החברה הינה חברה יציבה הפועלת כבר שנים בתחום ומהווה נתח שוק יציב ונאה משוק ההלבשה בישראל.

תוכן עניינים:

1.	פרק ראשון.....	5
1.1.	החברה פרופיל.....	5
1.2.	מהותיים ודפוס נכסים.....	6
1.3.	שוק ונתוני הבעלות מבנה.....	6
1.4.	הכספיים החובות תיאור.....	7
1.5.	החברה על חיצוניים גורמים השפעת.....	7
2.	ניתוח נתונים היסטוריים – פרק שני.....	8
2.1.	תפעולי מאזן תמצית.....	8
2.2.	פיננסי נוקם.....	8
2.3.	והפסד רווח דוח.....	9
2.4.	רווחיות טבלת.....	10
2.5.	CAPEX ניתוח.....	12
2.6.	2010-2012 לשנים מפעילות חופשי מזומנים תזרים.....	13
2.7.	מורנינגסטאר וטבלת ROC חישוב.....	13
2.8.	חוזר הון ניתוח.....	15
2.9.	מרכיבים לחמישה ROC פירוק.....	16
3.	פורטר של הכוחות חמשת ניתוח - שלישי פרק.....	17
4.1.	DCF טבלת.....	20
4.2.	צמיחה ושיעור ירושהמכ ניתוח.....	21
4.3.	הטרמינלית בשנה במכירות צמיחה שיעור.....	22
4.4.	התפעולית הרווחיות שיעור.....	22
4.5.	המס שיעור.....	23
4.6.	פחת תחזית.....	23
4.7.	CAPEX תחזית.....	24
4.8.	חוזר הון תחזית.....	25
4.9.	היצב Roc-ה ובחירת ROC מגמת.....	25
4.10.	WACC מציאת.....	26
4.11.	בפועל שווי לעומת DCF לפי חברה שווי.....	26
4.12.	הצמיחה ולשיעור WACC-ל פעילות שווי רגישות טבלת.....	27
4.13.	הצמיחה ולשיעור WACC-ל עצמי הון שווי רגישות טבלת.....	27
5.	מכפילים – חמישי פרק.....	28
5.1.	equity כפילים.....	28

1. פרק ראשון

1.1. פרופיל החברה

קבוצת גולף א.ק. בע"מ ("החברה") הינה חברה ציבורית שניירות הערך שלה נסחרים בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ.

החברה הינה בבעלות ושליטה של כלל תעשיות אלקטרוניקה בע"מ, אשר הינה חברה בקבוצת כלל תעשיות והשקעות בע"מ, עד ליום 30 בדצמבר 2012 החברה הייתה בשליטה של תשלובת כיתן בע"מ. חברה בקבוצת כלל תעשיות.

החברה עוסקת בעיצוב, קניינות, שיווק ומכירה קמעונית של פריטים ומוצרים אופנתיים בשני תחומי פעילות:

תחום אופנת ההלבשה:

1. תיאור הפעילות- החברה עוסקת בעיצוב, קניינות, שיווק ומכירה קמעונית של מוצרי הלבשה עליונה ותחתונה, מוצרי הנעלה, ומוצרי אופנה משלימים לנשים ולגברים באמצעות 6 רשתות חנויות אותן מפעילה החברה: רשת גולף, רשת פולגת, רשת אינטימה, רשת מקס מורטי, רשת בלו בירד, רשת ספרינט.
2. מתכונת הפעילות - החברה מפעילה בתחום זה 190 חנויות בפריסה ארצית אותן שוכרת החברה. מרבית חנויות החברה הינן חנויות עצמאיות, וחלקן פועלות כ"חנויות בתוך חנות" בתוך החנויות השייכות לרשת חנויות Golf & co.
3. אפיון לקוחות - חנויות אופנת ההלבשה הן חנויות מתמחות, אשר קהל היעד העיקרי שלהן הוא גברים ונשים בגילאי 17 עד 45, בעלי רמת הכנסה בינונית ומעלה, המבצעים רכישה עבור עצמם.
4. מתחרים עיקריים –מתחרותיה העיקריים של רשת חנויות גולף הינן רשתות מנגו, קסטרו, הוניגמן, GAP, וכו'. ריבוי המתחרים מצמצם את יכולתה של החברה לעלות מחירים. החברה מתמודדת עם תופעה זו באמצעות איתור ספקים זולים יותר.

תחום אופנת הבית:

5. תיאור הפעילות- החברה עוסקת בעיצוב קניינות, שיווק ובמכירה קמעונית של מגוון מוצרים הכוללים מוצרי טקסטיל לבית כמו כלי מיטה ומצעים, מגבות, בגדי ילדים ותינוקות וכו'. מרבית המוצרים האמורים נמכרים תחת מותגים שבבעלות החברה, כגון: "Golf & CO", "Golf Baby", "Golf", "Kid וכו'".
6. מתכונת הפעילות - החברה מפעילה בתחום זה 58 חנויות בפריסה ארצית באמצעות רשת Golf & co. בנוסף הפעילות בתחום כוללת 33 חנויות הפועלות תחת המותג Golf Kids and baby. החברה שוכרת את כל החנויות האמורות, החנויות בדרך כלל מאוד גדולות.

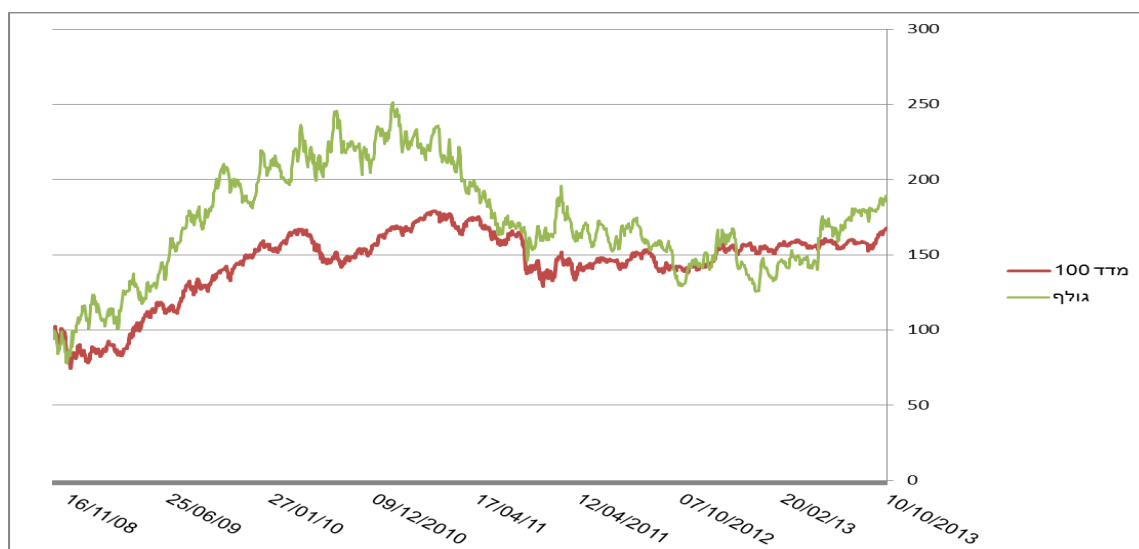
7. אפיון לקוחות - חנויות אופנת הבית הינן עם מגוון מוצרים גדול ושונה. קהל היעד של חנויות אופנת הבית הינו בעיקר נשים בגילאי 25 ומעלה, מרמת הכנסה בינונית ומעלה. הלבשת ילדים נמכרת באמצעות חנויות אופנת הבית ולא אופנת ההלבשה מתוך אסטרטגיה שיווקית מובנית של החברה.
8. מתחרים עיקריים – מתחרותיה העיקריים של רשת חנויות גולף הינן רשתות ורדינון, המשביר החדש לצרכן, איקאה, פוקס הום וקידס, וכו'.

1.2. נכסים עודפים מהותיים:

1. ברשות החברה השקעות בניירות ערך סחירים, כמפורט להלן: אגרות חוב ממשלתיות, קרנות כספיות. סך ההשקעה בניירות ערך אלו בסכום של 76,650 ₪ מהווה כ- 17% מסך נכסי החברה.

1.3. מבנה הבעלות ונתוני שוק:

1. קבוצת גולף א.ק בע"מ נוסדה בשנת 1991 ע"י תשלובת כיתן בע"מ כחברה פרטית בבעלותה המלאה, החברה החלה את פעילותה בשנת 1987. בחודש מרץ 2006 החברה החלה את המסחר בניירות ערך בבורסה והפכה לחברה ציבורית, החברה נסחרת תחת ענף המסחר והשירותים, תת ענף מסחר.
2. התפלגות בעלי השליטה הינה כלהלן: 63% בעלי ענין, 15% מוסדיים, 22% החזקות ציבור.
3. שווי שוק של החברה היינו 522,288 אלפי ₪ (נכון ל- 10/10/13), ההון הרשום למסחר ביום זה היינו 40,299,990 ₪. מניות החברה נכללות במדדים הבאים: ת"א 75, ת"א 100.
4. להלן מספר נתונים המתייחסים למניית במשך שלושת האחרונות:
- מספר העסקאות ממוצע הוא: 100 עסקאות ליום.
 - מחזור המסחר הממוצע ביחידות ליום היינו 56,136 ומחזור המסחר בש"ח ליום היינו 917,924 ₪.
 - השינוי הממוצע היומי בשער המניה היינו -0.009%, ערך המניה נע בין 1480 נק' לבין 1442 נק'.
- להלן גרף המשווה בין תשואת המניה למדד ת"א 100 בחמש השנים האחרונות:



- אנו רואים כי במרבית התקופה מניית גולף מתנהגת בהתאם לשינויים במדד ת"א 100, למעט מקרים חריגים בהם המניה מגיעה לתשואה ממוצעת גבוהה בהרבה מהמדד הנדון.
- אנו רואים כי כל שינוי קל במדד ת"א 100 מתורגם לשינויים חדים בשיעורי התשואה של המניה.

1.4. תיאור החובות הכספיים:

- אין לחברה חובות כספיים ארוכי טווח, קיים אשראי לבנקים לזמן קצר.

1.5. השפעת גורמים חיצוניים על החברה:

- עונתיות- פעילות החברה רגישה לתנודות עונתיות, המאפיינות את ענף המכירה הקמעונאית של אופנת ההלבשה ואופנת הבית. השפעתן של התנודות העונתיות מורגשת יותר באופנת ההלבשה, שבה המוצרים מתאפיינים בחד-עונתיות לעומת מוצרי אופנת הבית, שרובם הינם מוצרים רב-עונתיים. התנודות העונתיות מורגשות הן בקיץ והן בחורף וכן לקראת מועדי החגים.
- תנודות בשערי החליפין- במונחי עלות, נכון לשנת 2012 החברה מייבאת כ- 92% ממוצרי אופנת ההלבשה וכ- 86% ממוצרי אופנת הבית שהיא משווקת ומוכרת, בעיקר מהמזרח הרחוק ומאירופה. תנודות בשערי החליפין של המטבעות הזרים לעומת המטבע הישראלי עשויות לגרום לשינויים במחירי הרכישה של מוצרי אופנת ההלבשה ומוצרי אופנת הבית, לשינויים במחירי המכירה לצרכנים, וכפועל יוצא מכך לשינויים ברווחיות החברה. החברה נוהגת לבצע עסקאות אקדמה להגנה כנגד השינויים בשערי החליפין.
- שינויים פוליטיים, כלכליים ורגולטוריים בסין - מאחר שחלק מהותי ממוצרי החברה המיוצרים בחו"ל מיובאים מסין, מושפעת פעילותה של החברה משינויים פוליטיים, כלכליים ורגולטוריים במדינה זו. בשנים האחרונות, כחלק מההתפתחות המואצת שחוות סין, חלו בסין שינויים רבים, בין היתר, הועלו המיסים המוטלים על יצואני הטקסטיל, וסין חוות שינויים רגולטוריים, לרבות בתחום דיני העבודה. כמו-כן, במהלך שנת 2012 חל תיסוף בשער המטבע הסיני, לעומת שער הדולר של ארה"ב בשיעור של כ- 2% (וגידול בעלות העבודה בסין). אנו מעריכים כי תמורות אלה היו בין הגורמים לקיצוץ השפעתה של ירידת מחירי הכותנה על מחירי הקנייה של החברה לסחורה שנמכרה בשנת 2012. בנוסף גם מתחרותיה חשופות לשינויים כאמור. החברה מקיימת תהליך איתור ספקים חדשים מעת לעת ומשמרת מערך ספקים מקומי, מערך ספקים באירופה ובמדינות נוספות במזרח הרחוק מלבד סין.

2. פרק שני – ניתוח נתונים היסטוריים

2.1 תמצית מאזן תפעולי

2012	2011		2012	2011	אלפי ₪
		נכס פיננסי נטו:			נכסים עודפים:
43,581	30,282	מזומנים ושווי מזומנים	76,650	118,994	ניירות ערך סחירים
0	814	נכסים בשל הטבות לעובדים מופקדים בחברה קשורה			נכסים תפעוליים:
1,800	1,912	פיקדונות	91,985	92,481	לקוחות
1,683	2,066	התחייבויות בשל הטבות לעובדים	10,865	10,354	מיסים שוטפים לקבל
43,698	30,942	סה"כ נכס פיננסי נטו	3,640	4,378	חייבים ויתרות חובה
			133,648	138,977	מלאי מוצרים
		הון עצמי מתואם:	47,351	43,266	רכוש קבוע
15,048	14,545	מיסים נדחים	6,000	6,000	מוניטין
402	402	הון מניות	293,489	295,456	סה"כ נכסים תפעוליים
270,519	270,519	פרמיה על מניות			
35,182	74,409	יתרת רווח			התחייבויות תפעוליות:
5,404	5,404	קרנות הון	28,187	36,931	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
296,459	336,189	סה"כ הון	89,191	72,272	זכאים ויתרות זכות
			117,378	109,203	סה"כ התחייבויות תפעוליות
176,111	186,253	סה"כ נכס פיננסי והון			
0	0	מנוף פיננסי D/E	176,111	186,253	נכסים תפעוליים נטו
			111,895	126,633	הון חוזר תפעולי
			64,216	59,620	נכסים תפעוליים אחרים

2.2 מנוף פיננסי

בשנים 2011 ו- 2012 החברה אינה ממונפת ואין לה כל התחייבות לבעלי הון זר.

החברה נוהגת לממן את פעילותה בעיקר באמצעים עצמיים וכן אשראי בנקאי.

2.3 דוח רווח והפסד

כל תחומי פעילות החברה			
2012	2011	2010	אלפי ₪
688,764	689,836	653,335	הכנסות ממכירות
3,876	3,709	3,131	הכנסות מעמלות
785	715	687	הכנסות משכירות
693,425	694,260	657,153	סה"כ הכנסות
284,084	277,514	260,034	עלות המכירות
119	115	114	עלות השכירות
284,203	277,629	260,148	סה"כ עלות ההכנסות
409,222	416,631	397,005	רווח גולמי
318,344	306,883	270,649	הוצאות מכירה ושיווק
28,855	28,622	26,971	הוצאות הנהלה וכלליות
0	0	105	הכנסות אחרות
62,023	81,126	99,490	רווח תפעולי
5,896	5,291	7,680	הכנסות מימון
3,085	2,045	2,026	הוצאות מימון
64,834	84,372	105,144	רווח לפני מסים על ההכנסה
16,806	18,950	27,221	מסים על ההכנסה
48,028	65,422	77,923	רווח נקי
2012	2011	2010	פירוט סעיפים לשנה:
			<u>פחת</u>
16,518	16,570	16,184	בסעיף הוצאות מכירה ושיווק
1,042	1,129	1,182	בסעיף הנהלה וכלליות
17,560	17,699	17,366	סה"כ פחת
62,023	81,126	99,490	EBIT
79,583	98,825	116,856	EBITDA

נתוני רווח והפסד על פי חלוקה למגזרים

תחום אופנת הבית				תחום אופנת הלבשה			
2012	2011	2010	אלפי ₪	2012	2011	2010	אלפי ₪
339,297	332,185	332,310	הכנסות ממכירות	349,467	357,651	321,025	הכנסות ממכירות
3,481	3,273	3,131	הכנסות מעמלות	394	436	0	הכנסות מעמלות
342,778	335,458	335,441	סה"כ הכנסות	349,861	358,087	321,025	סה"כ הכנסות
147,991	137,285	136,180	סה"כ עלות ההכנסות	136,092	140,229	123,853	סה"כ עלות ההכנסות
194,787	198,173	199,261	רווח גולמי	213,769	217,858	197,172	רווח גולמי
40,581	52,810	58,259	רווח תפעולי	20,776	27,716	40,658	רווח תפעולי
2012	2011	2010	פירוט בסעיפים לשנה:	2012	2011	2010	פירוט בסעיפים לשנה:
7,156	6,874	7,838	פחת והפחתות	14,404	10,825	9,528	פחת והפחתות
40,581	52,810	58,259	EBIT	20,776	27,716	40,658	EBIT
47,737	59,684	66,097	EBITDA	35,180	38,541	50,186	EBITDA

2.4 טבלת רווחיות

2012	2011	2010	טבלת רווחיות
59.01%	60.01%	60.41%	רווחיות גולמית
11.48%	14.23%	17.78%	רווחיות תפעולית לפני פחת
8.94%	11.69%	15.14%	רווחיות תפעולית
6.93%	9.42%	11.86%	רווחיות נקייה
25%	24%	25%	שיעור מס

הכנסות

- עיקר הכנסותיה של החברה נובעות ממכירות, בנוסף לחברה הכנסות מעמלות ומשכירות בסכום המהווה פחות מ - 0.5% מסך ההכנסות בשנים 2010-2012.
- ההכנסות בשנת 2012 הסתכמו בסך של כ- 693.4 מיליוני ₪, לעומת סך של כ- 694.3 מיליוני ₪ בשנת 2011 (ירידה בשיעור של כ- 0.1%) ולעומת סך של כ- 657.2 מיליוני ₪ בשנת 2010. הירידה בהכנסות בשנת 2012 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, למרות עלייה במכירות בשיעור של כ- 2.1% בתחום אופנת הבית, נבעה בעיקר כתוצאה מירידה במכירות אופנת ההלבשה של קולקציית הקיץ, ובעיקר הלבשה תחתונה, עקב מזג האוויר החורפי ששרר

במהלך החודשים ינואר עד אפריל 2012 ומירידה במכירות בחודש נובמבר, בעקבות מבצע "עמוד ענן" ברצועת עזה.

עלות מכר ורווחיות גולמית

- מרבית רכישות הסחורה מספקי החברה מתבצעת במטבע זר (בעיקר דולר ארה"ב ואירו), על כן החברה חשופה לשינויים בשערי מטבע זר בגין רכישת סחורות במטבע זר מספקים בחו"ל ומספקים מקומיים שעלות מוצריהם רגישה לתנודות בשערי המטבע. עם זאת החברה נוהגת לבצע מפעם לפעם עסקאות אקדמה להגנה חלקית מפני חשיפה לשינויים בשערי המטבע, כאמור, בעסקאות רכישת מלאי.

- הרווח הגולמי בשנת 2012 הסתכם בסך של כ- 409.2 מיליוני ₪, והיווה כ- 59.0% מההכנסות, לעומת רווח גולמי בסך של כ- 416.6 מיליוני ₪, שהיווה כ- 60.0% מההכנסות ולעומת רווח גולמי בסך של כ- 397.0 מיליוני ₪, שהיווה כ- 60.4% מההכנסות בשנים 2011 ו 2010, בהתאמה. הירידה בשיעור הרווח הגולמי בתקופת הדוח לעומת התקופה המקבילה אשתקד נבעה בעיקר מהגדלת שיעורי ההנחות שנתנה החברה ומעלייה בשער החליפין של דולר ארה"ב, שעלה בממוצע בכ- 8%, בהשוואה לשנה קודמת ומגידול בהוצאה למלאי איטי ומת בתחום אופנת הבית.

רווחיות תפעולית

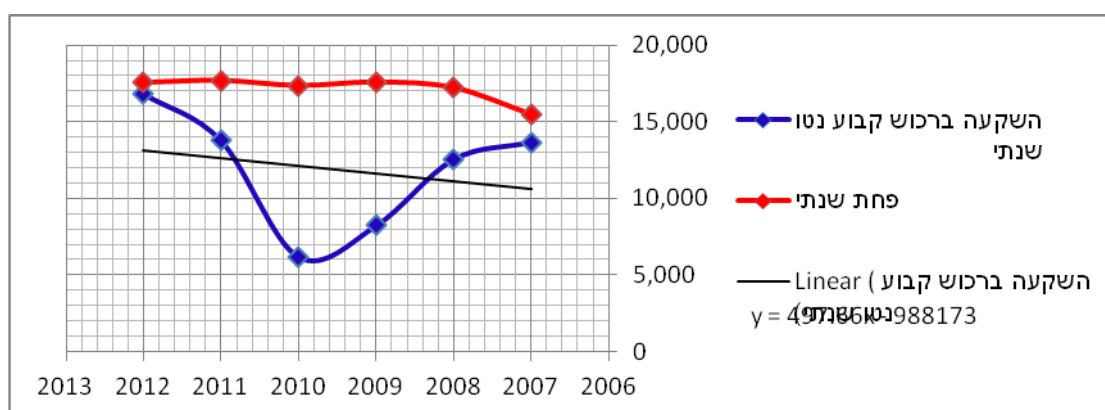
- הרווח התפעולי בשנת 2012 הסתכם בסך של כ- 62.0 מיליוני ₪, (כ- 8.9% מההכנסות), לעומת כ- 81.1 מיליוני ₪ (כ- 11.7% מההכנסות) בתקופה המקבילה אשתקד (ירידה של כ- 23.5%). הירידה ברווח התפעולי בתקופת הדוח, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, נבעה בעיקר עקב הירידה בשיעור הרווח הגולמי, כאמור לעיל, והעלייה בהוצאות המכירה והפעלת החנויות שנבעה בעיקר מהוספת שטחי מכירה, מעליית שכר המינימום החודשי (פעם אחת ביולי 2011 ופעם נוספת באוקטובר 2012) והתייקרויות נוספות. הירידה ברווח התפעולי בשנת 2011 לעומת שנת 2010, נבעה בעיקר עקב הוספת שטחי מסחר, התייקרות התשומות ומרישום הוצאה בגין הקצאת אופציות לעובדים.

רווח נקי

- הרווח הנקי של החברה בשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2012 הסתכם בסך של כ- 48.0 מיליוני ₪, (כ- 6.9% מההכנסות), לעומת כ- 65.4 מיליוני ₪ (כ- 9.4% מההכנסות) ולעומת כ- 77.9 מיליוני ₪ (כ- 11.9% מההכנסות), בשנים שהסתיימו ביום 31 בדצמבר 2011 וביום 31 בדצמבר 2010, בהתאמה. הירידה ברווח הנקי בתקופת הדוח לעומת התקופה המקבילה אשתקד, נובעת בעיקר מהירידה ברווח התפעולי, כאמור לעיל, ומירידה בהכנסות המימון נטו שנבעה בעיקר מהשפעתן של עסקאות הגנה על שער החליפין של הדולר. הכנסות המימון נטו של החברה בשנת 2012 הסתכמו בסך של כ- 2.8 מיליוני ₪, לעומת הכנסות מימון בסך של כ- 3.2 מיליוני ₪ ולעומת הכנסות מימון בסך של כ- 5.7 מיליוני ₪ בשנים 2011 ו 2010, בהתאמה.

2.5 ניתוח CAPEX:

2012	2011	2010	2009	2008	2007	אלפי ₪
688,764	689,836	653,335	661,189	701,356	659,242	הכנסות ממכירות
3,876	3,709	3,131	3,802	3,929	3,830	הכנסות מעמלות
785	715	687	620	593	582	הכנסות משכירות
693,425	694,260	657,153	665,611	705,878	663,654	סה"כ מכירות שנתי
17,560	17,699	17,366	17,592	17,230	15,500	פחת שנתי
21,342	18,723	8,291	13,791	18,517	21,636	רכישת רכוש קבוע שנתי
4,527	4,947	2,101	5,571	5,967	7,975	מימוש רכוש קבוע שנתי
16,815	13,776	6,190	8,220	12,550	13,661	השקעה ברכוש קבוע נטו שנתי
						ניתוח תוצאות:
16,815	13,776	6,190	8,220	12,550	13,661	השקעה ברכוש קבוע נטו שנתי
2.4%	2.1%	0.9%	1.2%	1.9%	-	השקעה מתוך מכירות שנה קודמת
95.8%	77.8%	35.6%	46.7%	72.8%	88.1%	אחוז השקעה מתוך פחת



מניתוח ההשקעות של חברת גולף עולה כי החברה משקיעה ברכוש באופן קבוע אך ההשקאות אינן עולות על הוצאות הפחת. עיקר השקעותיה של החברה הינו שיפורים בנכסים המושכרים וצידוד ורהוט לחנויות המכירה.

2.6 תזרים מזומנים חופשי מפעילות לשנים 2010-2012:

2012	2011	2010	אלפי ₪
693,425	694,260	657,153	מכירות
8.94%	11.69%	15.14%	שיעור רווחיות תפעולית
62,023	81,126	99,490	EBIT
25%	24%	25%	שיעור המס
46,517	61,656	74,618	EBIT * (1-T)
17,560	17,699	17,366	פחת
64,077	79,355	91,984	תזרים לפני השקעות
16,815	13,776	6,190	CAPEX נטו
-14,738	-4,143	36,483	השקעות בהון חוזר תפעולי
2,077	9,633	42,673	השקעה ברוטו
62,000	69,722	49,311	תזרים חופשי מפעילות FCFF

2.7 חישוב ROC וטבלת מורנינגסטאר

2012	2011	חישוב ROC לשנה:
62,023	81,126	רווח תפעולי לשנה
169	456	בניכוי/תוספת פריטים חד פעמיים*
62,192	81,582	סה"כ
25%	24%	אחוז מס לשנה
46,644	62,002	רווח בניכוי המס
186,253	182,038	נכסים תפעוליים נטו של שנה קודמת
33%	45%	חישוב ROC לפני מס
25%	34%	חישוב ROC לאחר מס
		* הפסדים מגריעת רכוש קבוע

Profitability	2010	2011	2012
Revenue	657,153	694,260	693,425
operating margin %	15.14%	11.69%	8.94%
EBITDA margin %	17.78%	14.23%	11.48%
Net margin %	11.86%	9.42%	6.93%
Free cash flow to the firm margin %	7.50%	10.04%	8.94%
ROIC with goodwill %		34.06%	25.04%
ROIC without goodwill %		35.22%	25.88%
Return on assets, pretax %		16.90%	13.42%
Return on equity %		17.18%	13.69%

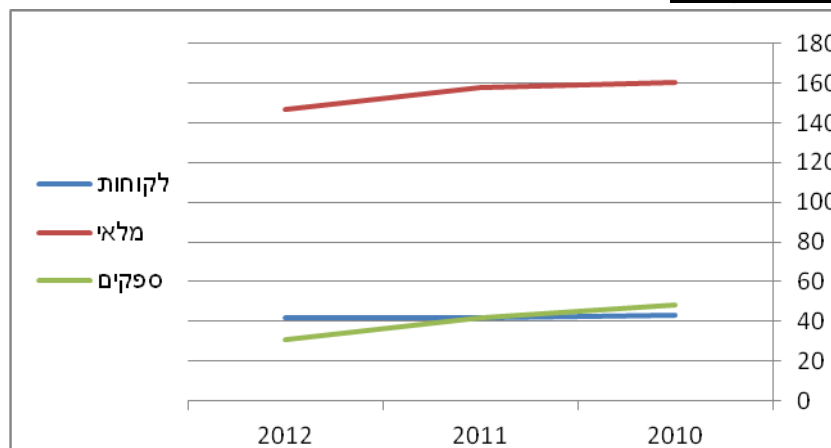
מבחינה של השנים 2010-2012 ניתן לראות הרעה במצבה של החברה. ההרעה באה לידי ביטוי בנתונים כגון ROC, רווחיות תפעולית, רווחיות גולמית, רווחיות נקייה. מנגד ניתן לראות ששיעור ה-FCFF בסה"כ נשמר. הכנסות החברה בשלושת השנים האחרונות אמנם שמרו על יציבות ועלו בשיעור נמוך של כ- 5.5% אך החברה ספגה שחיקה מתמשכת ברווחיות (צניחה ברווח הנקי של כ- 42%) עקב חיתוך במחירי מכירה והגדלת שיעורי ההנחות שנתנה החברה אל מול התחרות המתגברת בשוק האופנה וכלי הבית, ומעלייה בשער החליפין של דולר ארה"ב, וגידול בהוצאות המכירה והשיווק. עם זאת על פי הצהרות החברה כחלק בכדי להביא לצמיחה בהמשך בכוונתה להתחיל במכירות מקוונות של חבילות שי לאירועים שישלחו לבתים ובנוסף להכניס את מותג ההלבשה התחתונה "לה פרלה" לחנויות המכירה בשנת 2013.

הקשר בין ROC ל-ROE :

$$ROE = ROC + \frac{D}{E} * \{ROC - Rd * (1 - t)\}$$

כפי שצוין בסעיף 2.2 החברה אינה ממונפת ונוהגת לממן את פעילותה בעיקר באמצעים עצמיים, ומכאן שהחברה אינה מנסה להגדיל את התשואה שלה על ההון העצמי באמצעות מינוף.

2.8 ניתוח הון חוזר



מסקירה של שלושת השנים האחרונות ניתן לראות שימי הלקוחות נותרים ללא שינוי בעוד שימי המלאי וימי הספקים יורדים, ע"פ הצהרות החברה כמויות המלאי אותם היא מחזיקה נקבעות בהתאם לניסיון העבר באשר למכירות ומושפעות מגורם העונתיות. מלאי שנותר לאחר מכירות סוף עונה נמכר במחירים נמוכים בחנויות העודפים של החברה. מכאן עולה כי החזקתה של החברה במלאי לאורך זמן קצר יותר עולה בקנה אחד עם הצהרותיה. נוסף על כך תקופת האשראי של החברה הניתנת ללקוחות החברה על פי הצהרותיה, אינה עולה על תקופה של 6 חודשים כחלק ממדיניות האשראי של החברה. עוד נציין כי החברה קיבלה בשנת 2012 מספקיה אשראי נמוך יותר משנת 2011.

2.9 פירוק ROC לחמישה מרכיבים

$$ROC = (1 - t) * \frac{\text{רווח גולמי}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הוצאות שיווק}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הוצאות הנהלה}}{\text{הכנסות}} * \frac{1}{\frac{\text{נכסים תפעוליים אחרים}}{\text{הכנסות}} + \frac{\text{הון חוזר תפעולי}}{\text{הכנסות}}}$$

$$ROC 2011 = 1 - 24\% * 60.01\% - 44.20\% - 4.12\% * \frac{1}{8.59\% + 18.24\%} = 33.10\%$$

$$ROC 2012 = 1 - 25\% * 59.01\% - 45.91\% - 4.16\% * \frac{1}{9.26\% + 16.14\%} = 26.41\%$$

ניתוח מרכיבי ה- ROC בשנים 2011-2012:

רווחיות גולמית - ניתן לראות קיטון ברווחיות הגולמית של החברה מ- 60.01% בשנת 2011 ל- 59.01% בשנת 2012. הכנסותיה של החברה ותקבוליה הינם במטבע ישראלי ואילו רכישת הסחורות נעשות במטבע זר. על כן, על פי הצהרות החברה מאחר ורכישת הסחורות נעשות במטבע זר מספקים בחו"ל ומספקים מקומיים אשר עלות מוצריהם רגישה לתנודות בשערי המטבע, תנודות בשערי החליפין של המטבעות לעומת המטבע הישראלי עשויות להביא לשינויים ברווחיות החברה. על פי הצהרות החברה הקיטון נובע בעיקר מירידה במכירות אופנת ההלבשה אל מול גידול בשיעורי ההנחות שנתנה החברה ומעלייה בשער החליפין של דולר ארה"ב, שעלה בממוצע בכ- 8%, בהשוואה לשנה קודמת.

הוצאות המכירה והפעלת החנויות - בשנת 2012 הסתכמו בסך של כ- 318.3 מיליוני ₪, לעומת סך של כ- 306.9 מיליוני ₪ בשנת 2011. העלייה בהוצאות המכירה והשיווק בשנת 2012 לעומת התקופה המקבילה אשתקד נבעה בעיקר מהוספת שטחי מכירה, מעליית שכר המינימום והתייקרויות נוספות.

הוצאות הנהלה וכלליות - בשנת 2012 הסתכמו בסך של כ- 28.9 מיליוני ₪, לעומת סך של כ- 28.6 מיליוני ₪ בשנת 2011.

נכסים תפעוליים אחרים - ישנה עליה בנכסים תפעוליים האחרים ביחס למכירות. החברה השקיעה בשנת 2012 כ- 22% יותר ב- CAPEX ביחס לשנת 2011 כפי שניתן לראות בסעיף 2.5. עם זאת, השפעת הגידול ב- CAPEX על ה- ROC קוזה על ידי הקיטון בהון חוזר.

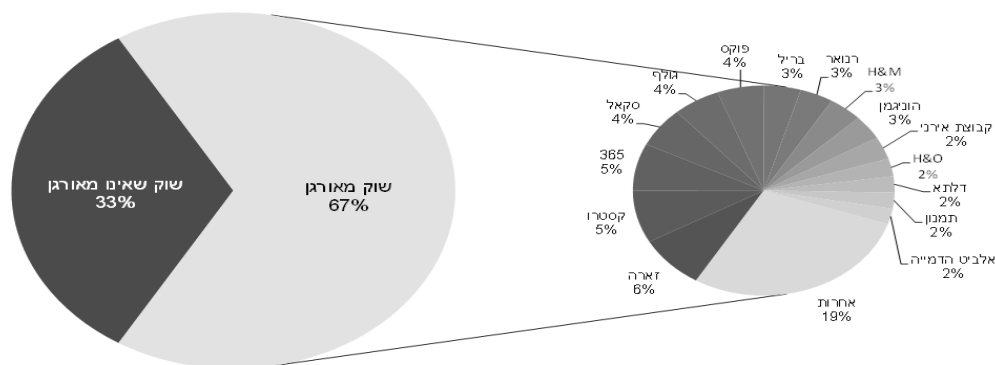
הון חוזר תפעולי - שיעור ההון החוזר התפעולי מההכנסות ירד בעיקר בשל קיטון של כ- 4% במלאי וגידול בהתחייבויות לספקים ולזכאים של כ- 7.5%.

פרק שלישי - ניתוח חמשת הכוחות של פורטר

יריבות בין מתחרים קיימים

לחברה קיימים מתחרים רבים המוכרים תוצרת מקומית ו/או מוצרים מיובאים מתחום אופנת ההלבשה ואופנת הבית. ביניהם בתי כלבו, רשתות ארציות ובינלאומיות וחנויות פרטיות. בתחום אופנת הבית קיימים רשתות "עשה זאת בעצמך" המשווקות גם מוצרי טקסטיל וכלי בית. המתחרים העיקריים של החברה הינן רשתות החנויות מנגו, קסטרו, הוניגמן, GAP, רנואר, ו m&n , זארה, ורדינון, המשביר לצרכן, וכו'.

להלן פילוח השוק:



- 2/3 מהשוק נשלט בידי כ-100 רשתות - השוק המאורגן.
 - הקבוצות ה"שולטות" בשוק (הפדיון השנתי שלהן הינו מעל 150 מיליון ₪) מחזיקות כבמחצית מהשוק;
 - הרשתות הבינלאומיות הגדולות מחזיקות בכ-10% מסך השוק.
 - אנו רואים כי רשתות חברת גולף מהוות כ-7% מהשוק המאורגן שמהווה 67% מכלל השוק.
- אנו רואים כי לחברה הרבה מתחרים בכל תחומי הפעילות שלה למרות שיעור רווחיות נמוך יחסית.

3.1. מידת האיום החדירה של מתחרים חדשים - ענפי תעשייה המניבים תשואות גבוהות מושכים אליהם

מתחרים חדשים המעוניינים לנגוס בנתח השוק, דבר המוביל בסופו של דבר לרמת רווחיות נמוכה, ענף המסחר והשירותים היינו בעל רמת רווחיות בין הנמוכות במשק (ע"פ נתוני הלמ"ס). מחסומי הכניסה של מתחרים חדשים המעוניינים להקים חנות בודדת הינן נמוכים ביותר ואינה מצריכה משאבים מיוחדים. עם זאת המעבר מחנות בודדת או מספר חנויות בפריסה מקומית לפעילות ברמה של רשת חנויות בפריסה ארצית דורש השקעות גדולות בתשתית ובמערך הלוגיסטי ודורש חוסן כלכלי, חברה צופה כי מעמדה התחרותי מושפע בנוסף על ידי כניסת מותגים בינלאומיים חדשים באופן מתמשך.

3.2. מוצרים תחליפיים – מוצרים אשר אינם חלק מהענף, אך מניבים למשתמשים בהם מענה מספיק טוב לצרכים עליהם עונים המוצרים המשותפים. למוצרי החברה קיים מגוון רחב ביותר של מוצרים חליפיים אשר אינם נבדלים באופן מהותי ממוצרי הקבוצה. כמו כן, חלק גדול ממוצרי הקבוצה הינם חליפיים זה לזה כגון מוצרי רשת חנויות פולגת ומקס מורטי. עוצמת התחרות הקיימת מצמצמת את יכולה של החברה להעלות את מחירי המכירה, החברה מתמודדת עם תופעה זו באמצעות איתור ספקים זולים יותר, מבלי להתפשר על איכות המוצרים.

3.3. יכולת המיקוח של צרכנים – כוח המיקוח של הצרכנים חזק בחברה המדוברת, רוב מוצרי החברה הינם סטנדרטים ולא שונים ממוצרים אחרים המוצעים בשוק וללקוחות אלטרנטיבות רבות. בעצם החוזק היחיד של החברה הינה בעיצוב הייחודי של מוצריה המעוצבים באמצעות מעצבים שמועסקים על ידה. רוב מוצרי החברה נמצאים בשוק תחרותי אשר פתוח לייבוא מוצרים מכל העולם.

3.4. יכולת המיקוח של הספקים – החברה קשורה בהסכמים המקנים לה את הזכות הבלעדית להפיץ ולמכור בישראל וכן את הזכות לייצר (לעיתים זכות בלעדית) מוצרי הלבשה ואביזרים נלווים תחת סימני מסחר בינלאומיים. תמורת הזכויות האמורות משלמת החברה תמלוגים בשיעור קבוע מן התקבולים ממכירת המוצרים, אשר לא יפחת מסכום מינימלי שנקבע בהסכמים, או מעלויות רכישת המוצרים. על פי חלק מההסכמים התחייבה החברה להשקיע סכום בשיעור קבוע ממחזור המכירות של המוצרים לצורך שיווק ופרסום המוצרים. כמו כן, על פי חלק מההסכמים על החברה לעמוד ביעדי מכירות מינימליים של המוצרים. בדרך כלל נחתמים ההסכמים לתקופות של מספר שנים בודדות. לפיכך יכולת המיקוח של הספקים הינה חלשה.

3.5. רוחב החפיר – על פי מודל 5 הכוחות של פורטר, ניתן להעריך את רוחב החפיר של החברה כבינוני. לחברה קיימים מספר רב של מותגים ותיקים ומוערכים בשוק, שיוצרים בידול מהמתחרים וכן יתרון למותגים מוכרים בענף, החברה נהנית מניסיון רב בייצור מוצרי אופנת בית ואופנת הלבשה, ניסיון זה בא לידי ביטוי ביכולת החברה לשמור על רמת מחירים מתאימים ללקוחותיה. החברה סובלת מרווחיות תפעולית נמוכה (8.9%) ביחס לחברת גולף שעמד על כ- (12%). ניתן להסביר את הרווחיות הנמוכה כתוצאה מהוצאות פרסום גבוהות והצורך לשכור חנויות גדולות כחלק מהאסטרטגיה השיווקית של החברה. היריבות בין המתחרים באה לידי ביטוי בכך שהחברה מתמודדת באופן שוטף מול רשתו "עשה זאת בעצמך" המשווקת גם מוצרי טקסטיל וכן ברשתות נוספות הפותחות חנויות נוספות על ידי רשויות מקומיות.

יכולת המיקוח של צרכנים הינו גבוה יחסית, הבידול היחיד של מוצרי החברה ביחס למתחרים היינו העיצוב הייחודי, למרות שכל רשתות האופנה הן לבית והן להלבשה בדרך כלל מיישרות קו מבחינה עיצובית עם הרוח העכשווית הנהוגה בארץ. יכולת המיקוח של ספקים הינה נמוכה, ספקי החברה הינם חתומים על הסכמי מכירה בלעדיים לחברה, בנוסף ישנו ריבוי ספקים מתחרים בשוק הגורם לעודף הצע של חומרי גלם. בנוסף, החברה משתמשת במספר ספקים רב כך שאינה תלויה בכל אחד מהם בצורה עצמאית. בנוסף לחברה תכניות מלהתחיל לשווק מותג "LA PERLA" ברשת חנויות אינטימה. בנוסף החברה מתכוונת להתחיל למכור באמצעות תר האינטרנט של החברה חבילות שי מתואמות לאירועים, אשר יגיעו באמצעות משלוח עד למענו של מקבל השי.

כפי שחישבנו לעיל, ה-ROC של חברת גולף עומד על 25% בשנת 2012 ביחס לשנת 2011 שעמד על 34%, המהווה קיטון לעומת שנה קודמת. ניתן לייחס קיטון זה בעיקר לירידה ברווחיות הגולמית הנובעת מגידול מינורי בהכנסות לעומת גידול משמעותי בהוצאות התפעוליות בנוסף הנכסים התפעוליים של החברה גדלו בצורה מינורית ביחס לשנה הקודמת.

4.1. טבלת DCF:

שנה טרמינלית	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
2.22%	2.00%	2.00%	1.00%	0.50%	0.20%		צמיחה
102.22%	102.00%	102.00%	101.00%	100.50%	100.20%		
750,051	733,762	719,374	705,269	698,286	694,812	693,425	מכירות
16,290	14,387	14,105	6,983	3,474	1,387		שינוי במכירות
9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	8.94%	שיעור רווחיות תפעולית - 9.2% מהמכירות
69,005	67,506	66,182	64,885	64,242	63,923	62,023	EBIT
25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	שיעור מס על רווחיות תפעולית - 25%
51,754	50,630	49,637	48,664	48,182	47,942	46,517	EBIT*(1-T)
19,501	19,078	18,704	18,337	18,155	18,065	17,560	פחת - 2.6% מהמכירות
12,474	12,229	11,990	11,871	11,812	11,788		השקעות הוניות נטו - 1.7% מהמכירות של שנה קודמת
5,408	4,777	4,683	2,318	1,153	460		השקעה בהון חוזר - 332% מהשינוי במכירות
53,373	52,701	51,668	52,811	53,372	53,758		FCF
						176,111	קפיטל בנקודת אפס המאזן
	17,006	16,673	14,189	12,965	12,249		השקעות נטו
	249,193	232,187	215,514	201,325	188,360		קפיטל בסוף שנה
15.0%	21.8%	23.0%	24.2%	25.6%	27.2%		ROC

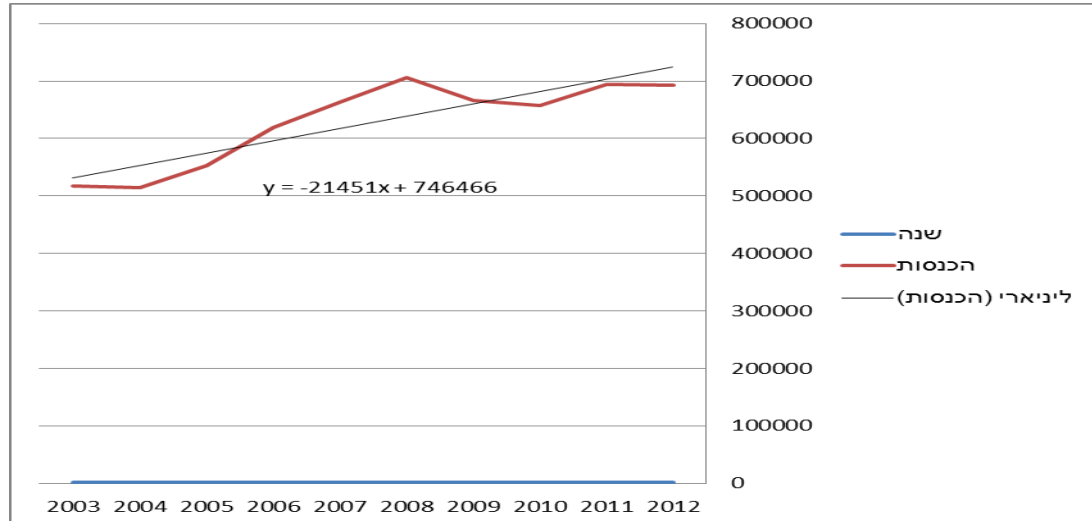
• כמות השנים ב-DCE:

לאור ניתוח החפיר אשר ביצענו בפרק מספר 3, נראה כי חפיר הפעילות של החברה הינו יציב בינוני לאורך התקופה. החברה הינה יציבה וכבר פועלת בתחום מעל 20 שנה בתחום. בנוסף דוח הדירקטוריון הינו אופטימי למדי ולא מציג שום בעיות העתידות לגרום לשינויים חדים ברווחיות החברה. החברה שומרת על התחרותיות הרבה הקיימת בשוק האופנה וההלבשה וזאת על ידי פעולות שיווק ופרסום נרחבות, עיצוב מודלים מתקדמים, עדכניים ואופנתיים למוצריה, פריסת חנויות במיקומים מרכזיים ברחבי כל הארץ. לאור כל זאת, בחרנו לערוך תחזית פרטנית למשך 5 שנים שכן זוהי תקופת זמן מקובלת לחברה יציבה.

4.2. ניתוח המכירות ושיעור צמיחה:

• שיעור הצמיחה במכירות בשנות התחזית הפרטניות:

להלן גרף המתאר את המכירות של החברה בשנים 2003-2012:



ע"מ לחזות את שיעור הצמיחה במכירות של החברה לשנות התחזית הפרטנית (5 שנים קדימה) ביצענו ניתוח של מכירות החברה ב-10 השנים האחרונות. להלן הממצאים:

גידול ממוצע באחוזים בשנים 2003-2012: 3.4%

גידול ממוצע באחוזים בשנים 2003-2009: 4.4%

גידול ממוצע באחוזים בשנים 2009-2012: -0.4%

ניתן לראות כי קיימת שונות רבה בשיעורי הצמיחה של החברה לאורך 10 השנים האחרונות. ניתן להסביר את שיעורי הצמיחה אשר ירדו משמעותית בשנים האחרונות ע"י המשבר העולמי והמשברים הכלכליים אשר פוקדים מדינות שונות ברחבי העולם מאז. מצב הכלכלה ושוק ההון הכולל משברים במדינות שונות באירופה אשר עלולים להביא להמשך האטת הצמיחה הגלובאלית כולה בשנים הקרובות. כל אלו יצרו מציאות כלכלית מורכבת המשפיעה משמעותית על התפתחות הכלכלה והצריכה המקומית בישראל. לא ניתן לחזות את משך הזמן שבו תשרור האווירה הנוכחית במצב המאקרו-כלכלי העולמי והמקומי ואת מועד היציאה מהמשבר הנוכחי ואין ודאות כי לא תהיה חרפה של המשבר הנוכחי. בנוסף על פי דוח הדירקטוריון של החברה, החברה ספגה בשנת 2012 ירידה במכירות אשר נגרמה כתוצאה מירידות במכירות של קולקציית הקיץ ובעקבות מבצע "עמוד ענן". בנוסף קיימת כניסה מתמדת של חברות מתחרות לשוק בישראל, ביניהם גם חברות ישראליות אשר צומחות וגם חברות בינלאומיות גדולות וזולות. דבר זה מצריך מהחברה להוריד מחירים ע"מ לשמור על קהל לקוחותיה וע"מ לעמוד במחירים אשר השוק מציע.

לאור כל זאת הנחנו כי הצמיחה במכירות החברה תמשיך להיות מתונה ביותר במהלך השנים הקרובות והיא לא תעמוד על הצמיחה הממוצעת של החברה במהלך 10 השנים האחרונות בגובה 3.4% בשנה.

לפיכך שיעורי הצמיחה שנקבעו על ידינו בשנות התחזית הפרטניות הינם כדלקמן:

שנת 2013 - 0.2%

שנת 2014 - 0.5%

שנת 2015 - 1%

שנת 2016 - 2%

שנת 2017 - 2%

4.3. שיעור צמיחה במכירות בשנה הטרמינלית:

בחרנו בגישה השמרנית ובאחוז צמיחה שהוא נמוך יחסית של 2.2% אחוזים. אחוז צמיחה של 2% מהווה את הגידול באוכלוסייה ואינו משקף תחזית אופטימית במיוחד לצמיחת החברה בשנה הטרמינלית. בנוסף בדקנו באתר של דמודרן את אחוז הצמיחה הצפוי בטווח הארוך בענף ההלבשה ונמצא כי הינו עומד על כ-2.2%.

4.4. שיעור הרווחיות התפעולית:

לצורך בחירת שיעור הרווחיות ביצענו תחשיב ממוצע לשיעור הרווחיות התפעולית של החברה. במהלך 5 השנים האחרונות. להלן התחשיב:

ממוצע	2008	2009	2010	2011	2012	
	705,878	665,611	657,153	694,260	693,425	הכנסות
	133,939	115,377	99,490	81,126	62,023	רווח תפעולי
14.40%	19.0%	17.3%	15.1%	11.7%	8.9%	רווח תפעולי/הכנסות

ביצענו בנוסף תחשיב לשיעור רווחיות ממוצע של שתי חברות השוואה: חברת "פוקס" וחברת "קסטרו" ונמצאו שיעורי רווחיות תפעולית של 11.9% ו-11.3% בהתאמה. ניתן לראות כי שיעור הרווחיות התפעולית הממוצע של החברה הינו גבוה יחסית לחברות ההשוואה. עם זאת ניתן לראות כי בשנת 2012 שיעור הרווחיות ירד משמעותית לגובה של 8.9% שהינו נמוך מחברות ההשוואה. הנחנו כי שיעור הרווחיות התפעולית של החברה בהערכת השווי יעמוד על 9.2%. ההיגיון הכלכלי בבחירת שיעור זה הינו כי החברה אמנם חברה בוגרת ויציבה אך במהלך 5 השנים האחרונות מציגה ירידה משמעותית בשיעור הרווחיות התפעולית. הירידה ברווחיות התפעולית נובעת בעיקר מהעובדה כי החברה מוציאה סכומים גבוהים על פרסום ושיווק על מנת לעמוד בתחרות הגוברת בשוק וכן מוציאה סכומים גבוהים על חנויות אשר יהיו אטרקטיביות למוכר (במיקום מרכזי- דבר המעלה רבות את הוצאות השכירות, מושקעות רבות מבחינת סטית, מרווחות, משופצות וכו'...). סביר להניח כי החברה תצטרך להמשיך להשקיע סכומים אלו ועל כן הנחנו שיעור רווחיות נמוך יחסית לענף ויחסית לממוצע 5 השנים האחרונות.

4.5. שיעור המס:

לצורך בחירת שיעור המס נעזרנו בפקודת מס הכנסה ובדוחות הכספיים של החברה על מנת לאתר את המס השולי המוטל עליה ולוודא כי לא חלים על החברה שיעורי מס מיוחדים כלשהם. הנחנו כי שיעור מס החברות ימשיך לעמוד על 25%.

4.6. תחזית פחת:

לצורך ביצוע תחזית שיעור הפחת מתוך ההכנסות ביצענו תחשיב ממוצע של שיעור הפחת מתוך ההכנסות ב-5 השנים האחרונות. להלן התחשיב:

ממוצע	2008	2009	2010	2011	2012	
	705,878	665,611	657,153	694,260	693,425	הכנסות
	17,230	17,592	17,366	17,699	17,560	פחת
2.60%	0	0	0	0	0	פחת/הכנסות

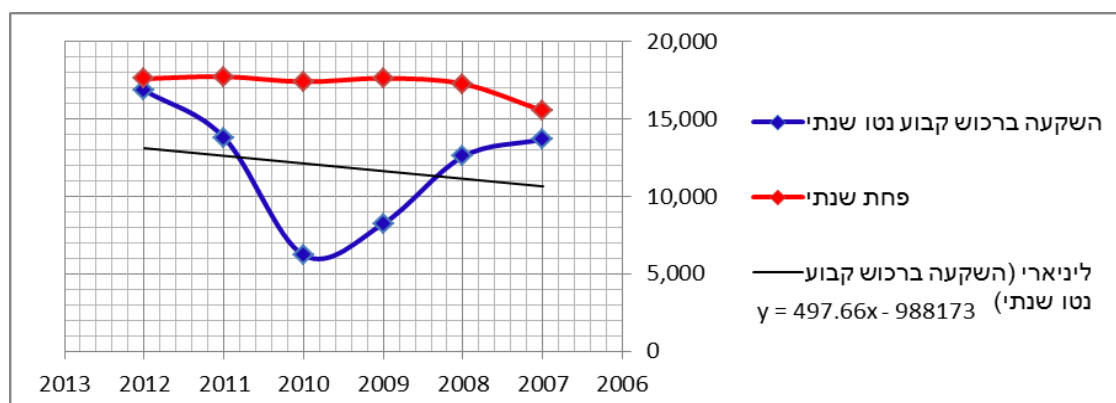
לאור העובדה כי החברה אינה בעלת רכוש קבוע רב ומרבית רכושה הקבועה מורכב משיפורים במושכר ומציוד אשר משמש אותה בחנויות. על כן שיעורי הפחת אצלה אינם גבוהים. בחרנו לאור זאת להשתמש בנתון הממוצע בסך 2.6% מהמכירות.

4.7. תחזית CAPEX:

לצורך ביצוע תחזית ההשקעה ברכוש קבוע החלטנו לבצע ניתוח של הנתונים ב-5 השנים האחרונות של החברה. להלן תיאור בטבלה של הנתונים ותיאור גרפי של הנתונים:

אלפי ₪	2007	2008	2009	2010	2011	2012	ממוצע
הכנסות ממכירות	659,242	701,356	661,189	653,335	689,836	688,764	
הכנסות מעמלות	3,830	3,929	3,802	3,131	3,709	3,876	
הכנסות משכירות	582	593	620	687	715	785	
סה"כ מכירות שנתי	663,654	705,878	665,611	657,153	694,260	693,425	
פחת שנתי	15,500	17,230	17,592	17,366	17,699	17,560	
רכישת רכוש קבוע שנתי	21,636	18,517	13,791	8,291	18,723	21,342	
מימוש רכוש קבוע שנתי	7,975	5,967	5,571	2,101	4,947	4,527	
השקעה ברכוש קבוע נטו שנתי	13,661	12,550	8,220	6,190	13,776	16,815	
ניתוח תוצאות:							
השקעה ברכוש קבוע נטו שנתי	13,661	12,550	8,220	6,190	13,776	16,815	
השקעה מתוך מכירות שנה קודמת	-	1.9%	1.2%	0.9%	2.1%	2.4%	1.7%
אחוז השקעה מתוך פחת	88.1%	72.8%	46.7%	35.6%	77.8%	95.8%	69.5%

להלן גרף המתאר את השקעת החברה ברכוש קבוע ב-5 השנים האחרונות:



ניתן לראות כי החברה משקיעה ברכוש קבוע סכום המהווה כ-1.7% מתוך המכירות של השנה הקודמת. בחרנו להשתמש בנתון זה כנתון שישקף את ההשקעות העתידיות של החברה ברכוש קבוע וזאת לאור העובדה כי החברה איננה מתכננת השקעה מאסיבית ברכוש קבוע והוא מורכב אצלה בעיקר משיפורים במושכר וציוד בחנויות המכירה. (נתון זה מסתמך על דוחותיה הכספיים של החברה).

בשנה הטרמינלית החלטנו לנהוג לפי המקובל והנחנו כי סכום ההשקעות נטו ברכוש קבוע שווה לסכום הפחת השנתי.

4.8. תחזית הון חוזר:

לצורך ביצענו התחזית ניתחנו את ההון החוזר של החברה במהלך 5 השנים האחרונות. להלן הניתוח:

ממוצע	2008	2009	2010	2011	2012	
לקוחות	92,211	87,050	89,805	92,481	91,985	
מלאי	100,511	94,119	132,671	4,378	3,640	
חייבים	5,224	8,541	6,505	138,977	133,648	
ספקים	46,660	40,763	39,920	36,931	28,187	
זכאים	54,630	54,654	58,285	72,272	89,191	
סה"כ הון חוזר	96,656	94,293	130,776	126,633	111,895	
גידול/קיטון בהון חוזר		-	36,483	4,143	14,738	
הכנסות	705,878	665,611	657,153	694,260	693,425	
גידול/קיטון בהכנסות		-	8,458	37,107	-835	
שינוי בהון חוזר/שינוי במכירות	332%	6%	-431%	-11%	1765%	

מהניתוח עולה כי בממוצע השינוי בהון החוזר חלקי השינוי בהכנסות הינו כ-332%. בחרנו להשתמש ביחס זה בשל העובדה כי אנו מצפים כי שינוי עתידי בהון חוזר יהיה קשור לשינוי במכירות בעבר מתוך ניסיון של החברה לנסות לחזות קדימה מגמות בעתיד.

4.9. מגמת ROC ובחירת ה- Roc היציב:

ניתן לראות מגמה של ירידה ב- ROC במהלך שנות התחזית (מ-27.2% ל-21.8%). עבור השנה הטרמינלית בחרנו ב- ROC בשיעור של 15%, ערך זה גבוה במעט מה- WACC שהשתמשנו בו בגובה של 13%. הסיבה שבגללה בחרנו בפער קטן יחסית (בגובה של 2%) בין ה- ROC לבין ה- WACC הינה הגידול הצפוי בחברות מתחרות זולות בשוק ההלבשה בישראל.

4.10. מציאת WACC:

• מציאת ביטא:

מתוך האתר של דמודרן מצאנו את הביטא הלא ממונפת המתאימה לענף ההלבשה.
הביטא הלא ממונפת אשר מצאנו עומדת על 1.29.
מאחר וחברתנו הינה חברה לא ממונפת זוהי גם הביטא שנבחרה.

• מציאת re:

השתמשנו בנוסחה הבאה מהמודל של CAMP על למצוא את re :

$$Re = rf + \beta[E(Rm) - rf]$$

נתון	ערך	הסבר
Rf	3.87%	שואה ממוצעת על אג"ח ממשלתית לא צמודה עם מועד פדיון של 10 שנים. נלקח מאתר של בנק ישראל.
ביטא	1.29	נמצא בשלב הקודם.
E(rm)-rf	7.08%	נלקח מהאתר של דמודרן.

מהצבה בנוסחה מתקבל $re=13\%$.

• מציאת wacc:

מאחר ובחברה לא ממונפת $wacc = re$, ה - wacc בחברתנו הינו 13% .

• חישוב שווי החברה באמצעות DCF:

494,194	שווי טרמינלי
268,229	שווי טרמינלי נוכחי
454,494	סה"כ שווי פעילות לפי DCF
76,650	נכסים עודפים
-	שווי חוב
531,144	שווי הון עצמי לפי DCF
531,144,000	שווי חברה בש"ח
40,299,990	מספר מניות
13	שווי למניה
	<u>בפועל:</u>
13	מחיר מניה - נכון ל-10.10.13
40,299,990	מספר מניות
522,287,870	שווי שוק של הון עצמי

4.11. שווי החברה לפי DCF לעומת שווי בפועל:

שט"י	שוק	DCF	שווי הון עצמי
1.7%	522,287,870	531,144,000	שווי הון עצמי
1.7%	13	13	מניה

4.12 טבלת רגישות שווי פעילות ל- WACC ולשיעור הצמיחה:

WACC							
0.16	0.15	0.14	0.13	0.12	0.11	0.10	שווי פעילות
349,938	375,599	405,383	440,377	482,080	532,635	595,200	0.016
351,172	377,088	407,201	442,626	484,908	536,258	599,953	0.017
352,423	378,599	409,048	444,915	487,790	539,960	604,822	0.018
353,692	380,134	410,926	447,245	490,730	543,743	609,812	0.019
354,980	381,692	412,835	449,617	493,729	547,611	614,926	0.020
356,285	383,274	414,776	452,033	496,788	551,565	620,170	0.021
357,610	384,881	416,750	454,494	499,909	555,609	625,548	0.022
358,954	386,514	418,758	457,001	503,095	559,746	631,066	0.023
360,318	388,172	420,801	459,555	506,347	563,980	636,729	0.024
361,702	389,857	422,879	462,158	509,668	568,313	642,543	0.025
363,107	391,569	424,993	464,811	513,060	572,749	648,514	0.026
364,533	393,308	427,145	467,515	516,524	577,292	654,649	0.027
365,980	395,077	429,335	470,272	520,064	581,946	660,955	0.028

חומצת רוא"ח

4.13 טבלת רגישות שווי הון עצמי ל- WACC ולשיעור הצמיחה:

WACC							
0.16	0.15	0.14	0.13	0.12	0.11	0.10	שווי הון עצמי
426,588	452,249	482,033	517,027	558,730	609,285	671,850	0.016
427,822	453,738	483,851	519,276	561,558	612,908	676,603	0.017
429,073	455,249	485,698	521,565	564,440	616,610	681,472	0.018
430,342	456,784	487,576	523,895	567,380	620,393	686,462	0.019
431,630	458,342	489,485	526,267	570,379	624,261	691,576	0.020
432,935	459,924	491,426	528,683	573,438	628,215	696,820	0.021
434,260	461,531	493,400	531,144	576,559	632,259	702,198	0.022
435,604	463,164	495,408	533,651	579,745	636,396	707,716	0.023
436,968	464,822	497,451	536,205	582,997	640,630	713,379	0.024
438,352	466,507	499,529	538,808	586,318	644,963	719,193	0.025
439,757	468,219	501,643	541,461	589,710	649,399	725,164	0.026
441,183	469,958	503,795	544,165	593,174	653,942	731,299	0.027
442,630	471,727	505,985	546,922	596,714	658,596	737,605	0.028

חומצת רוא"ח

5.1. מכפילי equity:

רווח נקי

הערות	פוקס	גולף	
נכון ל-15.10.13	1,087,011	522,288	שווי שוק חברה
	82,037	48,028	רווח נקי שנת 2012
	13.25	10.87	מכפיל רווח נקי
		636,383	שווי שוק נצפה חברת גולף
		531,144	שווי שוק לפי DCF
		19.8%	סטייה

5.2. מכפילי EV:

• מכפיל EBITA

מכפיל מתוקן	פוקס	גולף	
	1,087,011	522,288	שווי שוק חברה
	170,003	76,650	נכסים עודפים
	127,042		שווי חוב
	1,044,050	445,638	שווי פעילות חברה
	88,540		EBITA
9.83	11.79	9.58	מכפיל EBITA
		46,517	חברת גולף EBITA
457,105		548,526	שווי פעילות גולף
76,650		76,650	נכסים עודפים
-		0	שווי חוב
533,755		625,176	שווי שוק נצפה חברת גולף
531,144		531,144	שווי שוק לפי DCF
0.49%		17.7%	סטייה
		20.78	מכפיל ענפי לפי דמודרן
		966,628	שווי חברת גולף לפי דמודרן

• מכפיל EBITDA

מכפיל מתוקן	פוקס	גולף	
	1,044,050	445638	שווי פעילות חברה
	145,288		EBITDA
5.99	7.19	5.60	מכפיל EBITDA
		79,583	חברת גולף EBITDA
476574		571,889	שווי פעילות גולף
76650		76,650	נכסים עודפים
0		-	שווי חוב
553224		648,539	שווי שווק נצפה חברת גולף
531144		531,144	שווי שוק לפי DCF
4.16%		22.1%	סטייה
		11.73	מכפיל ענפי לפי דמודרן
		933,509	שווי חברת גולף לפי דמודרן

• מכפיל EBIT

מכפיל מתוקן	פוקס	גולף	
	1,044,050	445638	שווי פעילות חברה
	118,053		EBIT
7.37	8.84	7.19	מכפיל EBIT
		62,023	חברת גולף EBIT
457105		548,526	שווי פעילות גולף
76650		76,650	נכסים עודפים
0		0	שווי חוב
533755		625,176	שווי שווק נצפה חברת גולף
531144		531,144	שווי שוק לפי DCF
0.49%		17.7%	סטייה
		14.68	מכפיל ענפי לפי דמודרן
		910,498	שווי חברת גולף לפי דמודרן

• מכפיל הכנסות

מכפיל מתוקן	פוקס	גולף	
	1,044,050	445638	שווי פעילות חברה
	1,064,614		הכנסות
0.82	0.98	0.64	מכפיל הכנסות
		693,425	הכנסות חברת גולף
566692		680,031	שווי פעילות גולף
76650		76,650	נכסים עודפים
0		0	שווי חוב
643342		756,681	שווי שווק נצפה חברת גולף
531144		531,144	שווי שוק לפי DCF
21.12%		42.5%	סטייה
		1.36	מכפיל ענפי לפי דמודרן
		943,058	שווי חברת גולף לפי דמודרן

חברת "פוקס" לא באמת מייצגת את ענף ההלבשה ולכן התוצאות שקיבלנו לא מבוססות ובעלות סטייה יחסית גדולה. על כן לאחר מציאת המכפילים ביצענו להם התאמה לפי הפנדמנטלס כדלקמן:

- **מינוף** - כלל שחברה ממונפת יותר כך הדבר מקטין את מכפיל הרווח הנקי שלה. חברת "גולף" איננה ממונפת וחברת "פוקס" הינה חברה ממונפת, על כן יש צורך להגדיל את מכפיל הרווח הנקי.
 - **שיעור הצמיחה** - נתון זה משפיע על כלל המכפילים. ככל שהצמיחה גבוהה יותר, המכפילים יהיו גבוהים יותר. חברת גולף צמחה במהלך 4 השנים האחרונות במוצע ב-1.4% ואילו חברת פוקס צמחה ב-21.7%. ניתן לראות כי קיים פער גדול מאוד בנתוני הצמיחה בין 2 החברות. על כן יש להוריד משמעותית את כל המכפילים.
 - **מחיר ההון** - ככל שמחיר ההון של חברה גבוה יותר, מכפיל הרווח הנקי יהיה נמוך יותר. סיכוני הענף של החברות גולף ופוקס אמנם זהים, אך חברת פוקס ממונפת ואילו חברת גולף איננה ממונפת. על כן, המכפיל של חברת פוקס גבוה יותר ויש להורידו.
 - **ROE** - התשובה על ההון העצמי בחברת גולף בשנת 2012 עומדת על 15.4% ואילו בחברת פוקס עומדת על 18.3%. ככל ששיעור ה-ROE גבוה יותר מכפיל רווח נקי גבוה יותר (המשמעות הינה כביכול צמיחה "זולה" יותר). על כן יש להוריד את מכפיל הרווח הנקי.
 - **CAPEX** - שיעור ה-CAPEX של חברת גולף עומד על 2.4% בשנת 2012 ואילו של חברת פוקס עומד על 7.4%. חברת גולף קנתה ר"ק ולא רכשה חברות (מוניטין). מהדוחות הכספיים של החברות גולף ופוקס ניכר כי צמיחה של חברה בענף נובעת עקב השקעה בעצמה ולא ע"י רכישת חברות מתחרות. לפיכך, אין צורך לשנות את המכפיל.
 - **שיעור ההשקעה מהרווח הנקי** - שיעור ההשקעה מהרווח הנקי של חברת גולף עומד על 35% ואילו של חברת פוקס עומד על 74%. ככל ששיעור ההשקעה מהרווח הנקי גבוה יותר, מכפיל הרווח הנקי יהיה נמוך יותר. על כן יש לעלות את מכפיל הרווח הנקי.
- לסיכום, יש להקטין את המכפילים הנובעים מהרווח התפעולי EBIT, EBITA, EBITDA. החלטנו לחלק את המכפילים הקיימים ב-1.2, זהו בעצם התיקון אשר ביצענו. לגבי מכפיל הרווח הנקי לא קיימת השפעה ברורה של הפנדמנטלס עליו (לפי חלקם יש להעלות אותו ולפי חלקם יש להוריד אותו). לפיכך, בחרנו לא לבצע לו התאמה.
- ניתן לראות כי בשימוש במכפילים המתוקנים התקבלו סטיות נמוכות בין שווי החברה לפי שיטת ה-DCF ושוויה הנסחר (שיצא אך הוא קרוב לכך), לבין שוויה בשימוש בשיטת המכפילים. עם זאת בשימוש במכפיל הרווח הנקי קיימת סטייה גבוהה מאד, של כ-20 אחוזים בשימוש בשיטת המכפילים לעומת שיטת ה-DCF. הבדל זה נובע כנראה מהבדלי המינוף בין החברות.
- בנוסף, חשוב לציין כי ביצוע הערכת שווי על סמך נתונים ענפיים של דמודרן הביאה לתוצאה רחוקה מאד מה-DCF וזאת כי דמודרן מתבסס על חברות הפועלות בארה"ב, שם התחרות שונה לגמרי, סיכוני החברות, שיעורי המס, מחירי ההון ועוד.. על כן הגיוני הדבר כי התוצאות יצאו רחוקות מאד מחברה בישראל.
- עם זאת המכפיל אשר סיפק את התוצאה הקרובה ביותר לתוצאות ה-DCF הינו מכפיל ה-EBIT ולכן הוא המכפיל הראוי ביותר להערכת שווי.