

בית הספר למנהל עסקים
תכנית EMBA-AC מחזור 4

עבודה מסכמת בקורס הערכת שווי חברות

חברת קסטרו מודל בע"מ

ליום 31.12.2012

CASTRO



תוכן עניינים

3	תמצית מנהלים
4	פרק ראשון: פרופיל החברה
4	1. כללי
4	2. מבנה הבעלות ונתוני השוק
4	3. תחומי פעילות
5	4. תיאור חובות כספיים
6	פרק שני: ניתוח נתונים היסטוריים
6	1. תמצית מאזן תפעולי (אלפי ש"ח)
7	2. תמצית דו"ח רווח והפסד (אלפי ש"ח)
7	3. טבלת רווחיות
8	4. ניתוח ה-CAPEX (אלפי ש"ח)
8	5. CAPEX ונתונים מזומנים חופשי מפעילות FCFE (אלפי ש"ח)
9	6. ROC וטבלת מורנינגסטאר
9	7. פירוק ROC לחמישה מרכיבים
10	8. ניתוח יחסי הון חוזר
11	פרק שלישי: ניתוח חמש הכוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה
11	1. מודל חמשת הכוחות של פורטר
12	2. ניתוח החפיר
12	3. היתרונות התחרותיים של החברה
13	פרק רביעי: הערכת שווי
13	1. טבלת DCF (אלפי ש"ח)
13	2. ניתוח מכירות ושיעור צמיחה
14	3. בחירת שיעור הרווחיות התפעולית
15	4. חיזוי הוצאות פחת
15	5. בחירת שיעור המס
15	6. תחזית CAPEX
16	7. תחזית הון חוזר (אלפי ש"ח)
16	8. חישוב ROC (אלפי ש"ח)
16	9. אמידת עלות ההון המשוקלל - WACC
17	10. חישוב שווי פעילות
17	11. טבלת רגישות של שווי הפעילות לפרמטרים של ה-WACC ושל שיעור הצמיחה היציב
17	12. טבלת רגישות של שווי ההון העצמי לפרמטרים של ה-WACC ושל שיעור הצמיחה היציב
18	13. חישוב השווי הכלכלי הראוי להון העצמי
19	פרק חמישי: מכפילים
19	1. מכפילים ונתוני חברת השוואה
19	2. הערכת שווי לפי מכפילים
20	3. הערכת שווי לפי מכפילים מול הערכתנו לפי DCF
20	4. הערכת שווי לפי דמודראן

תמצית מנהלים

חברת "קסטרו מודל בע"מ" (להלן "החברה"), עוסקת בעיצוב אופנה לנשים וגברים בישראל. החברה פועלת בישראל באמצעות 164 חנויות, ולאחר שסגרה את פעילותה המפסידה בחו"ל, חזרה לחזק את מעמדה בתור שחקנית מובילה, בעלת מותג בולט, בתחום האופנה בישראל.

כפי שיבואר בהמשך, החברה הפועלת בענף האופנה הישראלי, המאופיין בתחרותיות רבה אשר החריפה בשנים האחרונות, ניחנת ביתרון לגודל בשוק המקומי. יתרון זה, לצד פעולות רבות ומגוונות בהן נוקטת החברה, כדוגמת, איחוד חנויות, כניסה לתחום המסחר המקוון אשר מהווה סנונית ראשונה בקרב מתחרותיה ופעולות נוספות שיתוארו בהמשך, מקנות לה מנועי צמיחה שונים ומעניקות לה יציבות כללית בענף האופנה בישראל.

במסגרת העבודה להלן, סקרנו את הדוחות הכספיים המאוחדים של החברה בשנים האחרונות. בפרק השני של העבודה, ניתחנו נתונים היסטוריים של החברה כדוגמת EBITDA, EBIT, CAPEX והשקעה בהון חוזר. הצגנו תמצית מאזן תפעולי ותמצית דו"ח רווח והפסד וכן ערכנו ניתוח של יחסי הון חוזר שונים. בפרק השלישי, בחנו את היתרון התחרותי של החברה באמצעות מודל חמשת הכוחות של פורטר וניתוח החפיר, זאת לצד הצהרותיה של החברה בדו"ח התקופתי. בפרק הרביעי, ערכנו תחזית פרטנית לסעיפים התוצאתיים והמאזניים המשפיעים על הערכת השווי, למשך חמש שנים, זאת גם לאור ממצאי החפיר וביצענו הערכת שווי בשיטת ה-DCF, לאורה גיבשנו את ממצאינו באשר לשוויה הכלכלי של החברה. מהתוצאות שהתקבלו בפרק הרביעי למדנו כי קיים פער של כ-68% בין שווי השוק של החברה ליום 31.12.2012 לבין הערכת השווי שביצענו, אשר להערכתנו ובהתאם לניתוח שלנו את החברה, מצביע על תמחור חסר של השוק את החברה. בפרק החמישי ביצענו הערכת שווי לחברה באמצעות שיטת המכפילים. מהתוצאות שהתקבלו בפרק זה למדנו כי על פי מכפיל ה-EBITDA - (המכפיל הראוי שבחרנו), קיים פער של 9% בין שווי השוק של החברה ביום ביצוע העבודה לבין הערכת השווי. יודגש כי הערכת השווי בשיטת המכפילים נעשתה בהשוואה לחברת ההשוואה, חברת פוקס, כמייצגת את הענף כולו וזאת על אף שרצוי להתייחס למגוון רחב של חברות בכדי לאמוד את נתוני השוק.

בשורה האחרונה, אנו סבורים כי החברה הינה חברה יציבה. במצב הנוכחי הגידול בפעילות החברה מוגבל ותלוי במצב המשק כולו, לכן אנו צופים כי ככל שהחברה תמשיך להגיב לשינויים בשוק ביעילות ובחדשנות אותה היא מדגימה בימים אלו, היא תזכה לגידול מתון במכירות לצד שחיקה קלה ברווחיות, תוך שימור מעמדה כמותג מוביל בישראל. כמו כן, בשל הפער הניכר שמצאנו בין שווי השוק לשווי הכלכלי של החברה, ראינו לנכון להביא בפני הקוראים כי החל מיום 31.12.2012 ונכון ליום כתיבת העבודה באוקטובר 2013, מניית החברה עלתה בכ-82% (מ-78.52 ש"ח ל-135.5 ש"ח) ואף כיום מחיר המניה מייצג שווי שוק הגבוה מהשווי הכלכלי שמצאנו בפרק הרביעי.

פרק ראשון : פרופיל החברה

1. כללי

חברת קסטרו מודל בע"מ וחברות הבת שלה בארץ ובחו"ל (להלן יחד "החברה"), עוסקות בעיצוב אופנה לנשים וגברים תחת המותג CASTRO לנשים ו-CASTRO MEN לגברים. בנוסף, עוסקת החברה בייצור פריטי מותג האופנה באמצעות ספקי משנה, בשיווקם, ובמכירתם הקמעונאית במסגרת חנויות ייעודיות המופעלות על ידי הקבוצה בעצמה ו/או באמצעות מפעילי חנויות ו/או באמצעות חברות מקבוצת קסטרו, זאת לצד מוצרים נלווים ברשת חנויות המותג בישראל. החברה הוקמה בשנת 1973 כחברה פרטית על ידי המייסדים אהרון קסטרו ולינה קסטרו, והפכה לציבורית במהלך שנת 1992. בסוף שנת 2003 החברה החלה להיכנס לשווקים בינלאומיים, בעיקר באירופה ובמזרח הרחוק, ובמהלך שנת 2011 סיימה החברה את פעילות המכירות שלה מחוץ לישראל, וכיום החלק הארי של מכירות החברה מתבצע בישראל, באמצעות 164 חנויות המותג של החברה הפזורות בארץ.

2. מבנה הבעלות ונתוני השוק

החברה נסחרת בבורסה בתל אביב, ענף אופנה והלבשה, ונכללת, בין היתר, במדד ת"א יתר 50.

להלן נתונים לגבי המניה ליום 31.12.2012:

- שווי שוק חברה (אלפי ש"ח): 397,629. שווי זה משקף מחיר למניה של 78.52 ש"ח.
- מחזור המסחר (ש"ח) 273,103 (3,416 יחידות).
- להלן גרף המתאר את התשואה של המניה בחמש השנים האחרונות מול מדד ת"א יתר 50:



3. תחומי פעילות

בתקופת הדו"ח, לחברה היה תחום פעילות אחד- מכירה קמעונאית של מוצרי האופנה בישראל. כפי שיבואר להלן, החרפת התחרות בענף האופנה הביאה לירידת מחירים ושחיקה ברווחיות. ניכר כי החברה פועלת ללא הרף על מנת להתאים את עצמה לתחרות, וזאת על ידי נקיטת צעדי התייעלות וחיפוש מתמיד אחר מנועי צמיחה חדשים. כך למשל, בשנת 2012, השיקה החברה שני קווי הלבשה חדשים, קו הלבשה מחויט (Black-בלק) וכן קו הלבשה תחתונה. בראשית שנת 2013 השיקה החברה את קטגוריית בגדי הילדים, קטגוריית הסלב (עברי לידר), וכן נכנסה לתחום המסחר המקוון.

- מבנה התחרות בשוק- מספר המתחרים בענף האופנה גדול מאוד וכולל למעשה את כלל סוגי חנויות האופנה לרבות רשתות (בינלאומיות- כמו זארה ומנגו וכן ישראליות- הוניגמן, רנואר, פוקס וגולף), חנויות עצמאיות וחנויות עודפים. כמו כן, בשנים האחרונות החריפה התחרות בשוק האופנה בישראל, עת נכנסו לשוק שחקניות בינלאומיות מובילות (כמו GAP, אמריקן איגל, H&M, Forever 21). עם זאת יש לציין כי התחרות הביאה לכך

שם בעל מניה	בהון/בהצבעה %
קסטרו החזקות *	37.03
רוטר החזקות *	36.32
הראל ק.גמל	10.35
הראל השקעות	0.59
הראל משתתפות	0.19
הראל ת.סל	0.14
הראל ק.נאמנות	0.09
סה"כ בעלי עניין	73.35
מוסדיים	11.36
סה"כ ציבור	15.29
סה"כ	100

* בעלי השליטה בחברה

שהיתרון לגודל הפך להיות פקטור דרמטי בהצלחת החברות בענף ובהיותה חברה מבוססת בעלת נוכחות מרובת שנים בענף, דומה כי היתרון לגודל של החברה הינו הפקטור העיקרי להישרדותה והמשך צמיחתה של החברה.

- **רגולציה** - פעילות החברה כפופה להוראות הדין הכללי, כמו גם להוראות דין ספציפי כדוגמת חוק הגנת הצרכן על תקנותיו, החוק לאחריות למוצרים פגומים וכן חוקי הגנת סביבה כדוגמת החוק להסדרת הטיפול באריזות, שמטרתו צמצום פסול האריזה. חלק מהמוצרים המיובאים על ידי החברה ונמכרים במהלך הפעילות, מחייבים עמידה בתקן בינלאומי וחלקם טעונים רישיון ייבוא. בנוסף, הפעילות כפופה לחוקי עזר מקומיים אשר אוסרים על פתיחת חנויות בשבת ללא היתר, והחברה אף שילמה בעבר קנסות בגין אי עמידה בהוראות חוקי העזר כאמור. למרות זאת, החברה ממשיכה לפתוח חנויות בשבת הואיל והחברה צופה כי אם תידרש לסגור את כל חנויותיה הפועלות בשבת, הדבר יפגע משמעותית במכירותיה, אך אין באפשרותה לכמת פגיעה כאמור.
- **מצבת עובדים** - נכון ליום 31.12.2012, החברה העסיקה 1,744 עובדים בישראל, מרביתם מועסקים במשרה חלקית. הנתונים להלן הינם במשרה מלאה ואינם כוללים את עובדי המפעילים, אשר אינם עובדי החברה:

תפקיד	סך עובדים (במונחי משרה מלאה) בישראל
עיצוב וניהול מוצר	20
משאבי אנוש	22
רשת מותגי קסטרו- מטה	25
רשת מותגי קסטרו- מכירות	887
שרשרת אספקה	130
כספים	29
שיווק	14
אחרים	13
סה"כ	1140

- **לקוחות** - החברה מוכרת את מוצריה לציבור הרחב בכל רחבי הארץ, באמצעות חנויות הרשת בהפעלה ישירה של החברה במרבית החנויות ו/או הפעלה עקיפה על ידי מפעילים עמם החברה חתמה על הסכמי הפעלה. פעילות החברה אינה תלויה בלקוח או מספר לקוחות מסוים אשר אובדנם ישפיע על תחום הפעילות של החברה באופן מהותי. עם זאת, יצוין כי לחברה קיים, בדומה למתחרותיה, מועדון לקוחות אשר מטרתו לשמר את נאמנות הלקוח לחברה באמצעות הטבות, צבירת נקודות וכד'.
- **עונתיות** - מכירות החברה מאופיינות בעונתיות הנובעת משינויים אינהרנטיים במחירי הפריטים בעונות השנה וכן ממכירות מוגברות בתקופת החגים.

4. תיאור חובות כספיים

החברה אינה מנפיקה אג"ח, ומממנת את פעילותה בעיקר מהון עצמי ואשראי בנקאי. החברה דוגלת בהחזקת יתרת מזומנים גבוהה המושקעות באג"ח כדי לאפשר לה איתנות פיננסית ארוכת טווח. בהתאם, לחברה קיים נכס פיננסי נטו, משמע יתרת הנכסים הפיננסיים עולה על יתרת ההתחייבויות הפיננסיות של החברה, העומד על 45,574 אלפי ש"ח, בהתאם לפירוט להלן:

נכסים פיננסיים		התחייבויות פיננסיות	
סעיף	אלש"ח	סעיף	אלש"ח
מזומנים ושווי מזומנים	58,527	אשראי מתאגידים (ז"א+ז"ק)	106,531
נכסים פיננסיים בשווי הוגן	108,192	מכשירים פיננסיים נגזרים	3,825
		יעודה לפיצויים	10,789
סה"כ	166,719	סה"כ	121,145

פרק שני : ניתוח נתונים היסטוריים

1. תמצית מאזן תפעולי (אלפי ש"ח)

ביאור	2011	2012	ביאור	2011	2012
קפיטל	233,409	191,490	1	191,490	233,409
נכסים כספיים עודפים	166,719	196,692	א2	196,692	166,719
נכסים עודפים ריאליים	13,418	13,733	3	13,733	13,418
	413,546	401,915		401,915	413,546
חובות כספיים	(121,145)	(142,987)	ב2	(142,987)	(121,145)
הון עצמי מתואם	(292,401)	(258,928)	4	(258,928)	(292,401)
	(413,546)	(401,915)		(401,915)	(413,546)

ביאורים:	2012	2011
ביאור 1 קפיטל*		
רכוש קבוע	106,472	97,087
נכסים בלתי מוחשיים	3,329	1,049
מוניטין	0	0
הון חוזר תפעולי	123,608	93,354
סך הכל	233,409	191,490
ביאור א2 נכסים כספיים עודפים		
מזומנים	58,527	34,656
מכשירים פיננסיים	108,192	160,543
מכשירים פיננסיים נגזרים	0	1,493
סך הכל	166,719	196,692
ביאור ב2 חובות כספיים		
אשראי מתאגידים בנקאיים	46,932	43,634
מכשירים פיננסיים נגזרים	3,825	0
תוכניות הטבה לעובדים	10,789	11,293
הלוואות לזמן ארוך	59,599	88,060
סך הכל	121,145	142,987
נכס פיננסי, נטו	45,574	53,705
ביאור 3 נכסים עודפים ריאליים		
השקעות, יתרות חובה ואחרות	13,418	13,733
ביאור 4 הון עצמי מתואם		
הון עצמי	315,015	280,167
מיסים נדחים	(22,614)	(21,239)
סך הכל	292,401	258,928

הגידול בסך הנכסים לשנת 2012 לעומת 2011 נובע בעיקרו מגידול בסעיפי המלאי והרכוש הקבוע, המקוויז בחלקו על ידי קיטון בסעיף נכסים פיננסיים בשווי הוגן. ניתן לראות כי לחברה ישנם נכסים עודפים ריאליים בסכום לא מהותי. כמו כן, לחברה יש נכס פיננסי נטו, כלומר היא כמעט ואינה ממונפת וכל פעילותה למעשה ממומנת מהונה העצמי.

* הערה לחישוב הקפיטל - ההון החוזר התפעולי כולל יתרת מזומנים בגובה 2%.

2. תמצית דו"ח רווח והפסד (אלפי ש"ח)

2010	2011	2012	
597,364	649,452	705,858	הכנסות, נטו
233,439	255,022	278,945	עלות ההכנסות
363,925	394,430	426,913	רווח גולמי
265,468	288,145	319,611	הוצאות מכירה ושיווק
30,207	30,842	33,510	הוצאות הנהלה וכלליות
234	1,469	685	הכנסות אחרות, נטו
348	0	0	הפסד מירידת ערך של רכוש קבוע
68,136	76,912	74,477	רווח תפעולי
14,684	9,302	14,980	הכנסות מימון
17,478	16,762	16,939	הוצאות מימון
2,794	7,460	1,959	הוצאות מימון, נטו
65,342	69,452	72,518	רווח לפני מיסים
15,768	14,938	14,264	מיסים על ההכנסה
49,574	54,514	58,254	רווח מפעולות נמשכות
			פעילות שהופסקה
(48,932)	(6,511)	0	הפסד מפעילות שהופסקה
642	48,003	58,254	רווח לשנה

2010	2011	2012	
24,606	21,203	25,107	פחת והפחתות
92,742	98,115	99,584	EBITDA
68,136	76,912	74,477	EBIT

3. טבלת רווחיות

2010	2011	2012	
60.92%	60.73%	60.48%	רווחיות גולמית
11.41%	11.84%	10.55%	רווחיות תפעולית
15.53%	15.11%	14.11%	EBITDA רווחיות
0.11%	7.39%	8.25%	רווחיות נקייה
8.3%	8.4%	8.3%	רווחיות נקייה (בנטרול פעילות מופסקת)

הכנסות - בשנים 2011-2012 ישנה עליה עקבית במכירות בשיעור של כ- 9%, לאחר ירידה של כ-3% במכירות בשנת 2010. ההתאוששות במכירות נובעת מסגירת הפעילות בחו"ל בשנת 2011, והתמקדות בהרחבת הפעילות בישראל.

רווח גולמי – הרווח הגולמי צמח בכ-8% בשנת 2012 בדומה לשנת 2011. שער הרווחיות הגולמית מהמכירות ירד בשנת 2012 ב- 0.25% ביחס לשנה קודמת. הגידול בעלות המכירות נובע בעיקר מגידול ברכישת מלאי.

רווח תפעולי – שער הרווחיות התפעולית ירד בכ-1.3% בשנת 2012 לעומת שנת 2011. עיקר הגידול הינו כתוצאה מעליה בהוצאות שכר דירה ואחזקה, שמקורה ככל הנראה מפתחת חנויות חדשות בישראל במהלך השנה.

בנוסף, חלה עליה בהוצאות מכירה ושיווק אשר גדלו בכ-11% בשנת 2012 לעומת גידול של כ- 8.5% בשנה הקודמת.

רווח נקי – שיעורי הרווח הנקי (כולל הפסד מפעילות מופסקת) היו נמוכים ב-2011 ובייחוד בשנת 2010 כתוצאה מהפעילות המפסידה בחו"ל שנסגרה. החברה כללה בדוחותיה הכספיים, הפסדים מפעילות מופסקת בשל פעילות החברה בגרמניה ובשוויץ לשנים 2010 ו-2011 בסכום של 48,932 אלפי ש"ח ו-6,511 אלפי ש"ח בהתאמה. בניטרול ההפסדים מהפסקת הפעילות בחו"ל - החברה שומרת על שיעור רווח נקי עקבי מפעילותה הנמשכת בישראל (כ-8.3%).

4. ניתוח ה- CAPEX (אלפי ש"ח)

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
705,858	649,452	597,364	620,527	601,615	580,454	מכירות
25,107	21,203	24,606	18,958	13,315	12,161	פחת
35,461	24,821	38,902	15,974	18,254	40,753	רכישות ר"ק
3,380	652	863	1,168	285	914	רכישות נכסים בלתי מוחשיים
2,084	170	0	637	1,276	1,022	מימושים - ר"ק
36,757	25,303	39,765	16,505	17,263	40,645	השקעה ברכוש קבוע נטו (שנתי)
ניתוח תוצאות						
5.7%	4.2%	6.4%	2.7%	3.0%	7.6%	השקעה מתוך מכירות שנה קודמת
146%	119%	162%	87%	130%	334%	אחוז השקעה מתוך פחת

שיעור ההשקעות ההוניות של החברה אינו עקבי. בשנים 2010-2012 רואים כי אין אחידות בין שיעור ההשקעות ההוניות. כך למשל, שנת 2011 מאופיינת בשיעור נמוך בצורה ניכרת של השקעות הוניות כתוצאה מקיטון בהיקף רכישות רכוש קבוע. עם זאת, יצוין, כי הנתונים לשנים 2010-2012, הינם בניטרול הפעילות בחו"ל שהופסקה, בשונה מהנתונים לשנים המוקדמות יותר. לכן, קשה להשוות עם הנתונים לתקופות קודמות.

5. CAPEX ותזרים מזומנים חופשי מפעילות FCFF (אלפי ש"ח)

2010	2011	2012	
597,364	649,452	705,858	מכירות
11.41%	11.84%	10.55%	שיעור רווחיות תפעולית
68,136	76,912	74,477	EBIT
25%	24%	25%	שיעור המס
51,102	58,453	55,858	EBIT (1-T)
24,606	21,203	25,107	פחת
75,708	79,656	80,965	תזרים לפני השקעות
39,765	25,303	36,757	נטו CAPEX
-5840	-2181	41919	השקעות בהון חוזר תפעולי
33,925	23,122	78,676	השקעה ברוטו
41,783	56,534	2,289	תזרים חופשי מפעילות FCFF

בשנת 2012 ניכרת הרעה משמעותית ב-FCFF. הגורמים העיקריים לירידה זו הם עליה בהשקעות ההוניות וגידול ניכר בהשקעה בהון חוזר.

העליה בהשקעות ההוניות נובעת מעליה ברכוש קבוע, ככל הנראה כתוצאה מהשקעה בפתיחת חנויות גדולות בישראל בשנת 2012.

הגידול בהשקעה בהון החוזר נובע בעיקר כתוצאה מגידול במלאי בשיעור כ- 30% ובמזומנים בשיעור של 69%. גידול חד במלאי עשוי להוות לשמש תמרור אזהרה לקושי במכירות החברה, במיוחד בענף האופנה המאופיין בדינאמיות ושיעורי תחלופה גבוהים. עם זאת, בשנת 2012 החברה נכנסה לענפים נוספים בחלק מהניסיון להרחיב את פעילותה – לדוגמא, בשנת 2012 הושק קו הלבשה מחויט (Black-בלק) וכן קו הלבשה תחתונה. לפיכך, ייתכן שהקושי הוא זמני.

הגידול במזומנים אינו נובע ככל הנראה מהפעילות השוטפת, אלא ממימוש ני"ע בהם החברה נוהגת להשקיע את עתודות המזומנים שהיא מחזיקה לצרכי השקעה (ירידה של 33% בני"ע בשנת 2012). למרות הזרמת המזומנים לפעילות, התזרים החופשי מפעילות נמוך, ומציב לחברה אתגרים בייצוב המכירות בשנים הבאות.

6. ROC וטבלת מורנינגסטאר

2011	2012	חישוב ה-ROC
76,912	74,477	רווח תפעולי לשנה
(1,469)	(685)	בניכוי הכנסות אחרות
24%	25%	אחוז המס
57,337	55,344	רווח בניכוי מס
193,671	191,490	נכסים תפעוליים נטו שנה קודמת
30%	29%	ROC (אין מוניטין)

7. פירוק ROC לחמישה מרכיבים

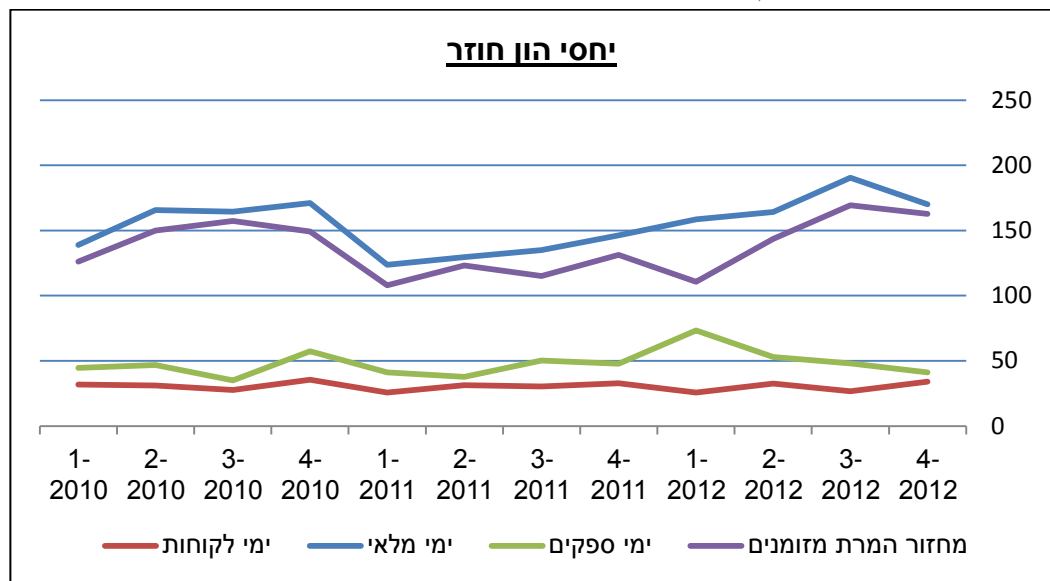
$$ROC = (1 - t) * \left[\frac{\text{רווח גולמי}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הוצאות שיווק}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הוצאות הנהלה}}{\text{הכנסות}} \right] * \left[\frac{1}{\frac{\text{נכסים תפעוליים אחרים}}{\text{הכנסות}} + \frac{\text{הון חוזר תפעולי}}{\text{הכנסות}}} \right]$$

ROC 2011	=	(1-24%)	*	(	61%	-	44%	-	5%	)	*	14%	+	16%	=	29.6%
ROC 2012	=	(1-25%)	*	(	60%	-	45%	-	5%	)	*	14%	+	13%	=	28.9%

בשנים 2011-2012 ה-ROC די יציב ועומד על רמה של כ- 29%. אנו צופים כי עם חזרתה של החברה לתפקד באופן מלא בשוק הישראלי ובשל מגבלת גודל השוק וצמיחת הענף שיעור ה-ROC יישחק מעט עד שיתייצב לשיעור של כ- 24%, כפי שיודגם בפרק הרביעי של העבודה להלן.

	2011	2012
Revenue	649,452	705,858
Operating margin %	11.84%	10.55%
EBITDA margin %	15.11%	14.11%
Net margin %	7.39%	8.25%
Free Cash Flow to the Firm margin %	8.7%	0.3%
ROIC	30%	29%
Return on Assets, pretax %	12.95%	13.00%
Return on Equity %	20.35%	22.50%

8. ניתוח יחסי הון חוזר



ימי מלאי – ימי המלאי בסוף שנת 2012 היו ברמתם הגבוהה ביותר ביחס לתקופות המקבילות בשלוש השנים האחרונות. מגמה זו מצביעה בדרך כלל על צבירת מלאים וקושי במכירות, במיוחד בשוק האופנה המתאפיין בדינאמיות גבוהה. יש לעקוב בהמשך, האם החברה מצליחה לייצב המכירות. אין נתונים רלבנטיים לגבי ימי המלאי בחברת ההשוואה (פוקס), מכיוון שהיא פעילה במספר מגזרים.

ימי לקוחות – מסקירת 12 הרבעונים האחרונים ניתן לראות כי באופן כללי אין שינוי בימי הלקוחות, דבר המצביע על תנאי תשלום דומים ללקוחות.

ימי ספקים – ברבעון ה-1 של שנת 2012 הייתה עליה גבוהה מהרגיל בימי הספקים שהתמתנה וחזרה ברבעון האחרון של 2012 לרמתה הרגילה, ככל הנראה בשל פתיחת החנויות בישראל. למעט האמור, ימי הספקים נשארו בתקופה הנסקרת ברמה דומה.

מחזור המרת מזומנים – בשנים 2010-2011 יש מגמה של עליה במחצית הראשונה של השנה וירידה במחצית השנייה של השנה. יחד עם זאת, במחצית השנייה של 2012 מחזור המרת המזומנים נשאר ברמה גבוהה, בהשפעת העלייה בימי המלאי, מה שמרמז על קושי בניהול המזומנים בחברה. יצוין כי החברה אינה ממונפת ולכן היא יכולה להגדיל את רמת מינוף, ככל שהדבר יאפשר לה אורך נשימה.

פרק שלישי : ניתוח חמש הכוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה

1. מודל חמשת הכוחות של פורטר

- גובה חסמי הכניסה לענף - ענף האופנה וההלבשה מאופיין בתחרות גבוהה לאור ריבוי כניסת השחקנים אליו, היעדר חסמי כניסה, ותהליכי גלובליזציה אשר מכניסים וצפויים להכניס גם בעתיד לתחרות לא רק גורמים מקומיים חדשים אלא גם גורמים בינלאומיים כמו גם הקושי של הרשתות עצמן לבדל עצמן ומוצריהן מול מוצרי הרשתות המתחרות והנישות הרבות המסתמנות בשוק.
- מידת האיום מצד מוצרים תחליפיים - קשה להבחין בקיומו של מוצר תחליפי להלבשה וביגוד באותו האופן שבו שוק הסלולר מהווה תחלופה לשוק התקשורת הקווית. ניתן אולי לומר כי קיימת אפשרות לתפוז ולהכין בגדים באופן עצמאי, טרנד שהולך וגבר בשנים האחרונות, יחד עם זאת, הייצור הביתי אינו יכול להוות תחליף אמיתי לצריכת המונים של ביגוד והלבשה.
- כוח המיקוח של הצרכנים - החברה מציינת בדוחותיה כי פעילות החברה אינה תלויה בלקוח מסוים או מספר לקוחות שאובדנם ישפיע על תחום הפעילות באופן מהותי. מחד, לאור האמור, נדמה כי ללקוח מסוים או קבוצת לקוחות אין כוח מיקוח מול החברה, ומחירי החברה נקבעים באופן קשיח (כך מעת הגיע מוצר לחנות, לא ניתן להתמקח על מחירו והמחיר שכתוב הינו המחיר שישלם הצרכן הסופי). מאידך, לאור ריבוי התחרות בשוק, נדמה כי ללקוחות החברה יש כח מיקוח אשר בא לידי ביטוי במאקרו בצורה של השוואת רמת המחירים הנהוגה באופן יזום על ידי החברה (ככל הנראה לאחר שעשתה "סקר שוק" מול מתחרותיה) וכן על ידי כך שהחברה מודעת לכך כי חוסר נאמנות הלקוחות הינו אינהרנטי לפעילות, וככל שתהיה סטייה מטווח מחירים הנחשב לסביר בקרב המתחרים, הלקוחות לא יקנו את מוצרי החברה.
- כוח המיקוח של הספקים - לחברה עשרות ספקים וספקי משנה בחו"ל המספקים לה מוצרים מוגמרים על פי מפרטים ודגמים שעוצבו ופותחו על ידי מעצבי החברה בישראל. לחברה אין התחייבות כלפי מי מספקיה מעבר להזמנה עצמה וזהותם של הספקים ושיעור ההזמנה מהם משתנה לפי צרכי החברה ומידת התאמת פעילותם לה, והיא אינה מחויבת בבלעדיות כלפי מי מספקיה. לחברה שלושה ספקים עיקריים שסיפקו בשנת 2012 כ-33% במצטבר מסך מוצרי החברה. בשל הזמינות וריבוי הספקים בענף, כמו גם הנגישות לספקים בחו"ל, אין לחברה תלות בספק אשר אבדנו יביא לפגיעה מהותית בחברה בטווח הארוך.
- מידת התחרותיות בענף - ענף האופנה מתאפיין בתחרותיות רבה בין הפירמות הרבות הפועלות בו, הנובעת בין היתר מפעילות של חברות מקומיות ומכניסתן של רשתות אופנה בינלאומיות לישראל¹, הפונות לקהל יעד דומה לזה של החברה. דבר זה, יוצר קושי בין המתחרות לבדל עצמן ומוצריהן בשוק. התחרותיות הגבוהה בענף מובילה בין היתר לרמות איכות מוצרים גבוהה יותר, רמת מחירים דומה, התחדשות מהירה בענף, פריסה גיאוגרפית רחבה, וכן השקעה מתמדת במיתוג של החברה ומתחרותיה. אכן, כדי לעמוד בתחרות ולהעצים את המותג, נדרשת החברה להשקיע משאבים רבים בפעילות המכירה והשיווק, כך למשל הוצאות המכירה והשיווק בשנת 2012 היוו 45.28% ממחזור המכירות. העלייה בשכר הדירה, יחד עם עליית מחירי חומרי הגלם בשנים האחרונות, הקטינו את רמת רווחיות החברות ובכך הביאו להחרפה ברמת התחרותיות בין החברות. כמו כן, יש לציין כי בשנים האחרונות הפרקטיקה ההולכת וגוברת של רכישת מוצרים מחו"ל

¹ כך לדוגמא: ב-15.10.2013 דיווח כלכליסט כי רשת האופנה הצרפתית KIABI המתמחה באופנה במחירים עממיים מתכוונת לפתוח בשנה הבאה 15-20 סניפים בארץ.

באמצעות האינטרנט חושפת את הלקוחות למגוון רחב יותר של מוצרים ויוצרת תחרות נוספת לא רק בין המתחרות הפועלות בשוק אלא גם שחקניות בינלאומיות אחרות.

2. ניתוח החפיר

בהסתמך על הניתוח הנובע מהשימוש במודל חמשת הכוחות של פורטר, ניתן להעריך את רוחב החפיר של החברה כ"נמוך". למוצרי החברה ישנם מוצרים מתחרים רבים ומגוונים בשוק, והם אינם נבדלים באופן מהותי מהמוצרים הקיימים בשוק. זאת בין היתר בשל תחרותיות גבוהה המובילה לרמות איכות מוצרים גבוהה יותר, רמת מחירים דומה ותחרותית, דרישה מצד השוק לקיום הנחות בחנויות לאורך כל השנה, התחדשות מהירה בענף, פריסה גיאוגרפית רחבה, מיתוג משמעותי של המוצרים בשוק, המעבר בין המוצרים אשר אינו מחייב השקעה כספית עודפת מצד הלקוחות וכן חוסר נאמנות של הלקוחות למוטג מסוים המצוי באותה רמה. למעשה, לאחר זניחת הפעילות המפסידה בחו"ל, היתרון לגודל של החברה הינו לדעתנו, בין הגורמים המשמעותיים התורמים ליציבותה של קסטרו בשוק המקומי. בנוסף, בשנים האחרונות הפרקטיקה ההולכת וגוברת של רכישת מוצרים מחו"ל באמצעות האינטרנט חושפת את הלקוחות למגוון רחב יותר של מוצרים. יתר על כן, מותגי החברה הינם מותגים ותיקים יחסית בישראל והחשיפה הממושכת אליהם עשויה לפגוע בכוחו של המותג. עם זאת, יש לציין כי החברה מתאפיינת בחדשנות לעומת מתחרותיה, כך למשל השיקה החברה את קטגוריית בגדי הילדים בשנה האחרונה ואף השיקה החברה אתר אינטרנט למכירה מקוונת של מוצריה. זאת, בניגוד למתחרותיה, כמו רנואר ופוקס למשל, אשר אינן מאפשרות מכירה מקוונת של מוצריהן.

3. היתרונות התחרותיים של החברה

- יתרון לגודל - היתרון לגודל של החברה הינו בין הגורמים המשמעותיים התורמים ליציבותה של קסטרו בשוק המקומי. על מנת לשמרו, החברה ממשיכה במגמה של פתיחת חנויות גדולות ואיחוד המותגים של Castro ו-Castro Men בחנות אחת במקום בחנויות נפרדות ובהשקעה בשיווק ופרסום. בנוסף, החברה הבינה שעל מנת להישאר מובילה בשוק היא צריכה לגדול גם על-ידי רכישות מותגים נוספים. בפברואר 2013, הודיעה החברה כי היא מתכוונת לרכוש 50.01% ממניות קבוצת Hoodies (על אף שהמו"מ הוקפא נכון לימים אלו).
 - הרחבת הקולקציה - בינואר 2012 השיקה החברה קו אלגנטי ומחויט תחת המותג "Black". כמו כן, באמצע 2013 השיקה החברה קולקציה חדשה בשיתוף פעולה של מעצבי קסטרו והזמר עברי לידר. מטרת קולקציות אלו ואחרות היא לחזק את המותג ולהביא להגדלת היקף המכירות. המהלך נועד בעיקר לחזק את מעמדה של קסטרו מול התחרות ההולכת וגדלה בענף.
 - כניסה לקטגוריות נוספות - במהלך הרבעון השלישי לשנת 2012, השיקה החברה קו הלבשה תחתונה, ולאחרונה נכנסה החברה לתחום בגדי הילדים עם קו חדש. בשל כך, קסטרו הפכה לראשונה למותג אופנה לכל המשפחה בדומה למתחרים הגדולים.
 - קניה מקוונת באתר האינטרנט - בינואר 2013 השיקה קסטרו אתר אינטרנט משלה ובכך הפכה לשחקנית הגדולה הראשונה שנכנסה לתחום. למרות החששות שהפעילות באינטרנט עלולה לנגוס במכירות של החנויות הרגילות של קסטרו, בקסטרו מעריכים כי האתר דווקא יגדיל את המכירות ולא יבוא על חשבון המכירות בחנויות.
- לאור היתרונות התחרותיים של החברה אנו מעריכים בפרק הרביעי להלן כי שיעור ה-ROC ימשיך בירידה מתונה (כפי שראינו בשנים 2011-2012) וירד מ-29% עד שיתייצב לשיעור של כ-24%. הגורמים העיקריים לשחיקה ב-ROC הם ירידה ברווח הגולמי כתוצאה משחיקת מחירים, עליה בהוצאות השיווק, ועליה בהון החוזר התפעולי כתוצאה מהשקעה בפתיחת החנויות והגדלת הפעילות.

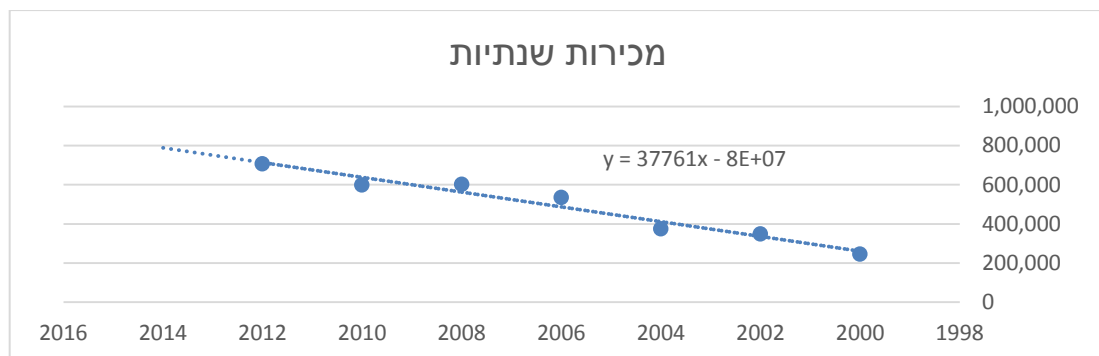
פרק רביעי: הערכת שווי

1. טבלת DCF (אלפי ש"ח)

Terminal Year	2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	2012	
2%	4%	4%	4%	4%	4%		צמיחה
875,960	858,784	825,754	793,994	763,456	734,092	705,858	מכירות
11.26%	11.26%	11.26%	11.26%	11.26%	11.26%	10.55%	שיעור רווחיות תפעולית
98,633	96,699	92,980	89,404	85,965	82,659	74,468	EBIT
26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	25%	25%	שיעור המס על הרווח התפעולי
26,138	25,625	24,640	23,692	22,781	20,665	18,617	הוצאות מס
72,495	71,074	68,340	65,712	63,184	61,994	55,851	Net EBIT
27,602	27,061	26,020	25,019	24,057	23,132	25,107	הוספת פחת
(29,784)	(31,256)	(30,054)	(28,898)	(27,787)	(6,569)		Net Capex
(9,590)	(18,442)	(17,733)	(17,051)	(16,395)	(15,764)	30,254	השקעה בהון חוזר תפעולי
60,724	48,437	46,574	44,782	43,060	62,792		FCFF

2. ניתוח מכירות ושיעור צמיחה

חיזוי גודל שוק הקמעונאות וגזירת נתח השוק שהחברה עתידה לתפוס בעתיד (Top Down)



נתוני מכירות ושיעורי צמיחה משנים קודמות:

שנים	מכירות	גידול
2000	243,924	
2002	347,038	42%
2004	373,431	8%
2006	533,612	43%
2008	601,615	13%
2010	597,364	-1%
2012	705,858	18%
		20%
	גידול ממוצע	

בשתי הטבלאות לעיל ניתן לראות כי לאורך השנים החברה מציגה שיעורי צמיחה גבוהים מאוד לצד שיעורי צמיחה נמוכים ואף שליליים (2010). השונויות נובעת בין היתר בשל ניסיונות כושלים של החברה, החל משנת 2004², לפעול בחו"ל במקביל לפעילות בישראל.

בשנת 2008 ניתן לצפות בירידה בשיעור הצמיחה במכירות, הנובעת בעיקר מירידה בפעילות בחו"ל מהסיבות הבאות: עצירת משלוחים לזכיינים של החברה במזרח אירופה ברבעון הרביעי של 2008, קשיי גבייה בעקבות המשבר הפיננסי בעולם, ירידה בשערי הדולר לעומת תקופות מקבילות וסגירה באוקטובר 2007 של חנות הדגל על ידי הזכייין הרוסי במוסקבה (עלייה משמעותית ביותר בשכר הדירה הפכה את המשך השכירות לבלתי כדאיות כלכלית).

בשנת 2010 יש צמיחה שלילית במכירות כתוצאה מכניסה רשתות אופנה בינלאומיות לשוק הישראלי באמצעות שיתופי פעולה של רשתות אופנה מקומיות עם המותגים הבינלאומיים, על-ידי מכירה בלעדית בשוק הישראלי. לצד זה, גם ב-2010, ממשיכה להיות מושפעת הצמיחה של החברה, מסגירת הפעילות בחו"ל. בשנה זו החלה החברה לממש את החלטתה האסטרטגית לחסל את כל החנויות אשר פעלו בחו"ל, וחזרה להתמקד בחנויות הישראליות בלבד.

להערכתנו, להגברת התחרות בענף כתוצאה מהשפעות הגלובליזציה יש השפעה מכרעת על הירידה בשיעורי הצמיחה של החברה. כניסת מתחרים בינלאומיים לשוק האופנה הישראלי הביאה לכך ששיעורי הצמיחה של החברה חדלו לעמוד סביב ה-40% כבעבר.

כדי ללמוד עוד על שיעור הצמיחה של החברה, בחרנו לבצע השוואה לחברות המתחרות בענף. באמצעות שימוש במקורות מידע של יועצים חיצוניים המומחים בענף, הערכנו את גודל ענף ההלבשה בו פועלת החברה. גודל ענף ההלבשה נאמד בשנת 2012 ב-11.7 מיליארד ₪. יוצא מכך שנתח השוק של החברה נכון ל-2012 הינו כ-6%. זאת בהסתמך על נתוני המכירות וגודלו של הענף כמפורט לעיל.

כמו כן, ענף ההלבשה צמח בין השנים 1999-2012 ב-38% ושיעור שנתי ממוצע של כ-4%. הצמיחה נגזרת הן מגידול ריאלי באוכלוסייה (כ-1.8% בשנה) והן בגודל ההוצאה של משקי הבית (כ-1.3% בממוצע שנתי)³.

אנו מניחים כי בשנים הקרובות הענף ימשיך לצמוח בשיעור של כ-4%, בדומה לשיעור השנתי הממוצע בעשור האחרון. יחד עם זאת, אנו מניחים כי בטווח הארוך (שנה טרמינלית) שיעור הצמיחה בענף ההלבשה יתכנס לשיעור הגידול הריאלי באוכלוסייה ויעמוד על כ-2%. להערכתנו, זו הנחה שמרנית שמתבססת על תחרות הולכת וגוברת בענף ההלבשה הן מצד המתחרות הנוכחיות והן בשל כניסת מתחרים חדשים לענף, דוגמת רשת KIABI המשווקת בגדים במחירי VALUE FOR MONEY. כמו-כן אנו מעריכים כי החדשנות של קסטרו בענף ההלבשה, מהירות התגובה לצרכי הלקוחות והוספת ערוץ הפצה נוסף (באמצעות האינטרנט) ימשיכו להביא לעליית ערך עבור החברה. נציין כי אורך תקופת התחזית הפרטנית שבחרנו בהערכת השווי הינה חמש שנים.

3. בחירת שיעור הרווחיות התפעולית

לצורך בחירת שיעור הרווחיות התפעולית העדפנו לבצע חיזוי ישיר של שיעור הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) השתמשנו בממוצע של שלוש שנים האחרונות להלן:

ממוצע	2010	2011	2012
11.26%	11.41%	11.84%	10.55%

² בשנת 2004 החלה התפרשות של חנויות החברה בחו"ל והוקם מערך שיווק ולוגיסטיקה תומך במזרח הרחוק. אך כפי שצוין במהלך שנת 2011 החברה חיסלה כליל את פעילותה בחו"ל.

³ הנתונים נלקחו מאתר הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

שיעורי הרווחיות המוצגים לעיל הינם בנטרול פעילות חו"ל של החברה בעבר (פעילות מופסקת כהגדרתה החשבונאית). לאור הניתוח שערכנו בפרק השני, הרי שמדובר בחברה בוגרת אשר פועלת בענף עם תחרותיות גבוהה, חסמי כניסה נמוכים, בו קיימים מוצרים דומים רבים בעלי איכות דומה. אולם, החברה מצליחה להתמודד מול מתחריה ואף להוביל בשוק הישראלי על ידי חדשנות, מהירות תגובה לצרכי הלקוחות, פריסה ארצית ומחירים אטרקטיביים.

בנוסף, שיעורי הרווחיות של החברה דומים לשיעורי הרווחיות של חברת פוקס-ויזל, חברה ציבורית אשר פועלת באותו ענף. לחברת פוקס-ויזל ישנם כמה מגזרי פעילות ולכן לצורך ההשוואה ערכנו השוואה מול מגזר האופנה. שיעורי הרווחיות התפעולית של פוקס-ויזל הינם - 11%, 13.5% ו- 9.27% בשנים 2010, 2011 ו-2012 בהתאמה.

4. חיזוי הוצאות פחת

חיזוי הוצאות פחת כאחוז מהיתרה המאזנית של הרכוש הקבוע, נטו:

חישבנו את שיעור הרכוש הקבוע מהמכירות בשנים 2006-2012 והממוצע שהתקבל הוא 12.7%. בעזרת שיעור זה קבענו את תחזית יתרת הרכוש הקבוע נטו וזאת על מנת לחזות את תוצאות הפחת העתידיות. שיעור הפחת החזוי (25%) התקבל על ידי חישוב ממוצע הפחת ביחס לרכוש קבוע נטו באותן שנים. חישובים אלה שימשו אותנו גם בתחזית ה- CAPEX.

הערה לגבי נכסי חכירה - לחברה ישנן זכויות בנכסי מקרקעין וכן חכירות של חנויות. חכירות אלה נכללות כבר ברכוש הקבוע ובהוצאות הפחת שנלקחו בביסוס חישובינו. לכן, לא נדרשנו לערוך התאמות נוספות בגין חכירות.

5. בחירת שיעור המס

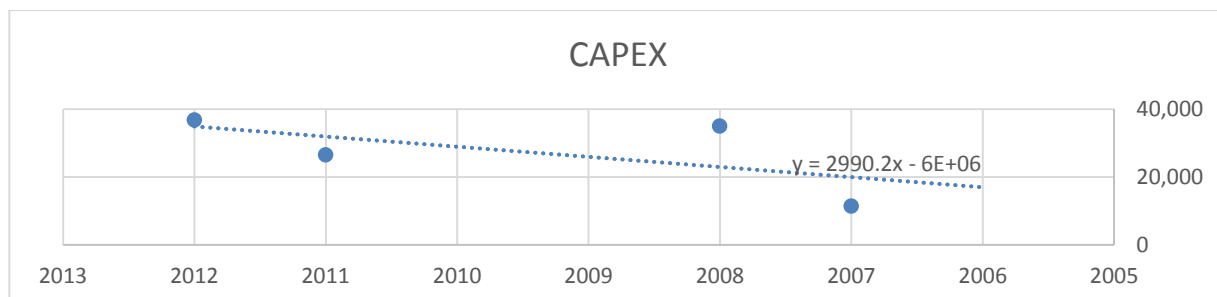
שיעור מס חברות סטטוטורי החל משנת 2014 יעמוד על 26.5% לעומת שיעור מס חברות של 25% שהיה נהוג עד כה. לכן, בהערכתנו נתנו ביטוי לשיעור זה בשנות התחזית הן בטוח הקצר והן בטווח הארוך.

6. תחזית CAPEX

בחנו את ההשקעות ברכוש קבוע ונכסים בלתי מוחשיים בשנים 2006-2012 ומצאנו כי קיימות סטיות בשנים 2009 ו-2010. סטיות אלה נבעו בין היתר מכניסה לשווקים בינלאומיים (שוויץ וגרמניה בעיקר) והתרחבות מקומית שבאה לידי ביטוי בחכירת נכסים לדורות ורכישת נכס מקרקעין בגן העיר בתל אביב. לעומת זאת בשנת 2010 ניתן לראות מגמה הפוכה בה החברה מתחילה לצמצם את פעילותה בחו"ל, דבר שבא לידי ביטוי בקיטון מהותי בהשקעות הוניות.

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
109,801	98,136	92,831	111,660	58,668	37,067	37,834	רכוש קבוע, נטו
11,665	5,305	(18,829)	52,992	21,601	(767)	N/A	שינוי ביתרת רכוש קבוע
25,107	21,203	24,606	18,958	13,315	12,161	11,428	הוצאות פחת
36,772	26,508	5,777	71,950	34,916	11,394		השקעות הוניות CAPEX

לאור האמור לעיל, בתרשים להלן נטרלנו את "הרעשים" הללו וזאת כדי לקבוע אומדן מהימן לשנות התחזית.



הערה: בדוחות החברה לא קיימת התייחסות מצד ההנהלה לגבי תכנון ההשקעה העתידית ברכוש קבוע.

7. תחזית הון חוזר (אלפי ש"ח)

2006	2005	2004	2003	2002	2001	
533,612	421,683	373,431	363,704	340,496	303,704	מכירות שנתיות
111,929	48,252	9,727	23,208	36,792	N/A	שינוי במכירות
113,408	95,024	67,382	47,712	37,413	33,448	הון חוזר
18,384	27,642	19,670	10,299	3,965	N/A	שינוי בהון חוזר
16%	57%	202%	44%	11%		שינוי חוזר חלקי שינוי במכירות

ממוצע	2012	2011	2010	2009	2008	2007	
	705,858	649,452	597,364	573,374	601,615	580,454	מכירות שנתיות
	56,406	52,088	23,990	(28,241)	21,161	46,842	שינוי במכירות
	123,608	93,354	100,840	87,851	128,606	123,619	הון חוזר
	30,254	(7,486)	12,989	(40,755)	4,987	10,211	שינוי בהון חוזר
56%	54%	-14%	54%	144%	24%	22%	שינוי חוזר חלקי שינוי במכירות

בעשור האחרון כפי שניתן לראות היחס בין השינוי בהון החוזר לבין השינוי במכירות השנתיות הינו תנודתי וישנו קושי בזיהוי מגמה לאורך השנים. לכן, על מנת לחזות את שיעור ההון החוזר חישבנו את הממוצע בשנים 2007-2012. מהניתוח עולה כי ממוצע השינוי בהון החוזר ביחס לשינוי במכירות הינו כ-56%.

8. חישוב ROC (אלפי ש"ח)

2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	
295,431	273,664	252,735	232,611	233,409	קפיטל תחילת שנה
(27,061)	(26,020)	(25,019)	(24,057)	(23,132)	פחת
31,256	30,054	28,898	27,787	6,569	השקעות הוניות
18,442	17,733	17,051	16,395	15,764	השקעה בהון חוזר
318,068	295,431	273,664	252,735	232,611	קפיטל בסוף שנה
71,074	68,340	65,712	63,184	61,994	NOPLAT
24%	25%	26%	27%	27%	ROC - תשואה משתמעת על הקפיטל

על מנת לחשב את התשואה המשתמעת על הקפיטל הנחנו כי ה-EBIT וה-EBITA שווים. הנחת היסוד שהנחתה אותנו היא שלחברה אין הפחתות (Amortization) בגין נכסים בלתי מוחשיים. לכן, על מנת לאמוד את ה-NOPLAT הפחתנו מה-EBIT מיסים תפעוליים.

ניתן לראות כי בשנות התחזית הפרטנית אומדן ה-ROC יורד משיעור של 27% לשיעור של כ-24%. עבור השנה הטרמינלית בחרנו בשיעור תשואה משתמעת על הקפיטל של כ-24%. שיעור זה מתבסס על ההנחה כי התחרות בענף ההלבשה תגבר עם כניסת רשתות אופנה בינלאומיות נוספות כפי שאירע בשנים האחרונות והגידול בקניות המקוונות באינטרנט.

9. אמידת עלות ההון המשוקלל - WACC

את עלות ההון המשוקלל יש לאמוד באמצעות הנוסחה הבאה:

$$WACC_{After-Tax} = r_D \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E} + r_E \times \frac{E}{D + E}$$

ברם, מאחר ולחברה נכס פיננסי נטו ולא חוב פיננסי נטו, אזי עלות ההון המשוקללת תהיה עלות ההון העצמי: $WACC = R(e)$.

ריבית חסרת סיכון	r_f	3.970%	אג"ח ממשלתי בעלת מח"מ 10 שנים (ל-31.12.2012) ⁴
ביטא גולמית	β	0.84	מאתר ביזפורטל ⁵
ביטא מתואמת	β	0.8928	ביטא גולמית מוכפלת ב-0.67 + 0.33
פרמיית הסיכון השוק הישראלי	$(E(r_m) - r_f)$	7.08%	מאתר דמודראן ⁶
עלות ההון העצמי	r_E	10.29%	לפי משוואת SML

10. חישוב שווי פעילות

בהתאם ל-FCFF שמצאנו בסעיף הראשון לפרק זה נהוון את התזרים החופשי באמצעות עלות ההון המשוקלל (השווה לעלות ההון העצמי לעיל) לפי לנוסחה הבאה:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\frac{FCF_{n+1}}{WACC-g}}{(1+WACC)^n}$$

ונקבל כי שווי הפעילות (EV) של החברה הינו: 635,668 אלפי ש"ח.

$$ev = \frac{62792}{1.1029} + \frac{43060}{1.1029^2} + \frac{44782}{1.1029^3} + \frac{46574}{1.1029^4} + \frac{48437}{1.1029^5} + \left(\frac{60724}{0.1029 - 0.02} \right) \times \frac{1}{(1.1029)^5} = 635,668$$

11. טבלת רגישות של שווי הפעילות לפרמטרים של ה-WACC ושל שיעור הצמיחה היציב

שיעור הצמיחה היציב שקבענו בסעיף 2 לפרק זה הינו שיעור של 2%.

g/wacc	9.79%	10.04%	10.29%	10.54%	10.79%
1.50%	648,280	628,646	610,142	592,672	576,153
1.75%	662,554	641,933	622,531	604,244	586,980
2.00%	677,744	656,046	635,668	616,494	598,423
2.25%	693,942	671,064	649,621	629,483	610,535
2.50%	711,250	687,078	664,470	643,279	623,378

12. טבלת רגישות של שווי ההון העצמי לפרמטרים של ה-WACC ושל שיעור הצמיחה היציב

g/wacc	9.79%	10.04%	10.29%	10.54%	10.79%
1.50%	682,272	662,638	644,133	626,663	610,145
1.75%	696,546	675,925	656,523	638,236	620,972
2.00%	711,736	690,037	669,659	650,486	632,414
2.25%	727,933	705,055	683,613	663,474	644,526
2.50%	745,241	721,070	698,461	677,271	657,369

⁴ http://www.boi.org.il/he/DataAndStatistics/Pages/SeriesData.aspx?SeriesCode=PU.TSB_BAGR_SHIKLI_10Y.M&DatesStart=01/05/2001&DateEnd=31/10/2013&Level=3&Sid=42

⁵ <http://www1.bizportal.co.il/Quote/Stock/Performance/280016>

⁶ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

13. חישוב השווי הכלכלי הראוי להון העצמי

אלפי ש"ח	
שווי נוכחי שנה טרמינלית	448,798
שווי נוכחי שנים פרטניות	186,869
שווי פעילות תפעולית	635,668
נכסים עודפים ריאליים	13,418
נכסים פיננסיים, נטו	45,574
דיבידנד ששולם לאחר תאריך המאזן	-25,000
הפחתת זכויות מיעוט	-
סה"כ שווי חברה	669,659
הון מונפק ונפרע	5,787
מניות רדומות	723
הון רשום למסחר	5,064
מחיר מניה	132.24
מחיר מניה בשוק	78.52
פרמיה/דיסקאונט	68.41%

כפי שניתן לראות, על פי ההערכה שביצענו בשיטת ה-DCF, שווי החברה נכון ליום 31.12.2012 הינו 669,659 אלפי ש"ח, זאת לעומת שווי החברה בבורסה לאותו מועד אשר עמד על 397,629 אלפי ש"ח. כמו כן, השווי למניה בהתאם להערכת ה-DCF, עומד על 132.24 ש"ח לעומת מחירה בשוק אשר עמד על 78.52 ש"ח.

קיים פער מהותי של כ-68% בין התוצאות אליהן הגענו במסגרת הערכת השווי שלנו את החברה בשיטת ה-DCF, לבין שוויה של החברה בשוק לאותו המועד. חשוב לציין כי החל ממועד הדו"ח ונכון ליום כתיבת העבודה באוקטובר 2013, מניית החברה עלתה בכ-82% (מ-78.52 ש"ח ל-135.5 ש"ח), ואף מחיר המניה כיום, מייצג שווי שוק הגבוה במעט מהשווי הכלכלי שמצאנו בפרק זה. ניתן לראות את השינויים בשווי המניה לאורך החודשים האחרונים והתחזקותה כלהלן:

הדוחות של שנת 2012 פורסמו ביום 18.3.2013 ונכון לאותו יום, נסחרה המניה בשווי של 98.86 ש"ח, שווי אשר שיקף שינוי חיובי של 25% במחיר המניה, בתוך שלושה חודשים ממועד הדו"ח. הדוחות של הרבעון הראשון של שנת 2013 פורסמו ביום 29.5.2013 בהם הוצג גידול של כ-113% ברווח מפעילות רגילה של החברה לרבעון הראשון של השנה (שנבע בחלקו מחג הפסח אשר יצא ברבעון הראשון של השנה) בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. נכון לאותו יום, נסחרה המניה בשווי של 117.2 ש"ח, שווי אשר שיקף שינוי חיובי נוסף של 18.6% ממועד פרסום הדו"ח, והיווה שינוי חיובי כולל של כ-50% בתוך חמישה חודשים בלבד. הדוחות של הרבעון השני של שנת 2013 פורסמו ביום 21.8.2013 בהם הוצג גידול של כ-18.47% ברווח מפעילות רגילה של החברה לחציון הראשון של השנה, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. נכון לאותו יום, נסחרה המניה בשווי של 124 ש"ח, שווי אשר שיקף שינוי חיובי נוסף של 25.5% ממועד פרסום הדו"ח, והיווה שינוי כולל של כ-58% בתוך שמונה חודשים בלבד.

בתחילת חודש אוקטובר 2013, כעבור פחות משבועה חודשים ממועד פרסום הדו"ח חצתה המניה את קו 132 ש"ח כפי שאנו צפינו לחברה בהתאם להערכותינו ונכון לאמצע חודש אוקטובר 2013, נסחרת המניה בשווי הגבוה במעט מהשווי אותו צפינו והיא אף קרובה לפרוץ את קו 140 ש"ח.

לאור כל האמור אנו סבורים, בין היתר לאור הערכות שמרניות עליהן התבססנו בעבודתנו, כי הפער שנמצא נבע מהערכת חסר של השוק, בעקבות זמן תגובה איטי יחסית של השוק, אשר לא הספיק לעכל את חזרתה של החברה לתפקוד מלא בשוק הישראלי, את איכות המהלכים שביצעה במסגרת סגירת הפעילות המפסידה בחו"ל והרחבת הפעילות בשוק המקומי, ואת נתוני הכספיים של החברה. לאור מחיר המניה כיום, ניתן לומר כי המידע הציבורי לבסוף חלחל לשוק והביא להתאמה במחיר המניה. אנו מעריכים כי לו היינו מבצעים את הערכת השווי במועד פרסום הדוחות כאשר המניה נסחרת בשווי של כ-99 ש"ח היינו ממליצים על קנייתה.

פרק חמישי : מכפילים

1. מכפילים ונתוני חברת ההשוואה

חברת ההשוואה שנבחרה היא חברת פוקס ויזל בע"מ. חברת פוקס פעילה בחו"ל, ובעלת קו מוצרים לבית וכן פעילות בתחום הטיפול האישי. עם זאת, בחרנו בה כחברת השוואה מכיוון שהיא חברה ישראלית, מובילת שוק בתחום האופנה בישראל ובעלת מותג חזק בדומה לקסטרו. בנוסף, מניתוח הפעילות לפי מגזרים עולה כי הכנסותיה של פוקס ממגזר האופנה ואופנת הבית בארץ עמדו על כ- 816,000 אלפי ש"ח בשנת 2012 לעומת הכנסות מאופנה בארץ (ללא אופנה לבית) בסך כ- 706,000 אלפי ש"ח בקסטרו. כלומר, במגזר הפעילות של קסטרו בישראל – ההכנסות דומות. נתוני שווי השוק של החברה אשר יובאו להלן נכונים ליום 15.10.2013.

להלן המכפילים הנצפים:

נתונים עיקריים	Market Cap	EBIT	EBITDA	רווח נקי	מכפיל EBIT	מכפיל EBITDA	מכפיל רווח נקי
החברה	691,242	74,477	99,584	58,254	9.3	6.9	11.9
חברת ההשוואה	1,093,398	116,809	147,423	82,037	9.4	7.4	13.3
שווי הון עצמי (לפי מכפילי חברת ההשוואה)					697,147	738,589	776,416
הערכת יתר (חסר) של השוק					-1%	-6%	-11%
DCF (%) פער מ-					-4%	-9%	-14%

נתונים עיקריים	EV	EBIT	EBITDA	מכפיל רווח נקי
החברה	602,277	8.1	6.0	10.3
חברת ההשוואה	1,035,698	8.9	7.0	12.6
שווי הון עצמי (לפי מכפילי חברת ההשוואה)		749,322	788,577	824,407
הערכת יתר (חסר) של השוק		-8%	-12%	-16%

	קסטרו	פוקס
הכנסות	1,064,614	705,858
הכנסת מאופנה בארץ	815,537	705,858
שעור הצמיחה (סך הכנסות)	30%	9%
רווחיות תפעולית	11%	11%
EBITDA רווחיות	14%	14%
שעור הרווח הנקי (בנטרול פעילות מופסקת)	8%	8%
ROC	29%	26%
ROE	22%	23%

2. הערכת שווי לפי מכפילים

ה-ROC של פוקס עומד על 25.8% לעומת 28.9% בקסטרו. בהתעלם מהפונדמנטלס האחרים, לכאורה קסטרו צריכה להיות מתומחרת גבוה יותר. להערכתנו, שווי הקפיטל של פוקס גבוה יותר באופן יחסי בשל מבנה החברה, פוקס מבוזרת הרבה יותר מקסטרו, הן מבחינת מגזרי הפעילות והן מבחינה גאוגרפית, מה שמוביל לצורך בהחזקת רכוש קבוע בהיקף גדול יותר וכן לקיומו של מוניטין בספרים. בהתאם, להערכתנו, מכפיל ה-

EBITDA של פוקס משקף באופן נכון יותר את שווי השוק של החברה משום שהוא מנטרל את היבט הרכוש הקבוע של פוקס, וכן את הוצאות המימון, המושפעים מפריסת החברה ומהיקף פעילותה.

צמיחה ורווחיות תפעולית – למרות הצמיחה הגבוהה יותר בקסטרו - קסטרו נסחרת במכפיל EBIT נמוך מפוקס. ניתן להסביר זאת בעובדה ששיעור הרווחיות התפעולית בפוקס גבוה יותר בכ-0.5%, מה שמצביע על יעילות תפעולית גבוהה יותר. בנוסף, הצמיחה של קסטרו אינה עקבית. בשנת 2010 – הכנסות החברה קטנו ב-1%.

CAPEX – קסטרו נסחרת במכפיל EBITDA נמוך יותר מפוקס למרות ששיעור ה-EBITDA בקסטרו גבוה יותר. נראה שהשוק מייחס פחות חשיבות למשתנה זה, מכיוון שאופי פעילותה של פוקס מביא להוצאות פחת גבוהות יותר. יתר על כן, הרווחיות התפעולית של פוקס דומה לקסטרו, כלומר שיעור ההוצאות זהה למרות שלפוקס יש יותר פחת, כלומר – פוקס יותר יעילה.

יחס ה-ROE והמינוף – התשובה על ההון העצמי בפוקס גבוהה יותר ועומדת על 23% לעומת 22% בקסטרו, ו"מבטיחה" צמיחה הדורשת פחות משאבים, ולכן יש הצדקה למכפיל רווח גבוה יותר בפוקס. בנוסף, המינוף (יחס ההון לחוב), גבוה יותר בפוקס. ככל שהחברה ממונפת – הרווח הנקי קטן.

3. הערכת שווי לפי מכפילים מול הערכתנו לפי DCF

שווי החברה ליום 31.12.2012 לפי הערכת השווי שביצענו בשיטת ה-DCF הינו 669,659 אלפי ש"ח. השווי הנמצא גבוה משווי השוק באותו המועד (397,629 אלפי ש"ח כפי שצוין בפרק 2 לעבודה), אך נמוך משווי השוק נכון ליום 15.10.2013 וכן נמוך מהשווי לפי מכפיל ה-EBITDA לאותו המועד. הסיבה לפער, לדעתנו היא הערכתנו השמרנית ביחס לשיעור הצמיחה בענף הלבשה. אנו מניחים כי הוא יתכנס מ-4% לכ-2% בשנה הטרמינלית. הערכתנו מתבססת בעיקר על התחרות ההולכת וגוברת בענף ההלבשה (בהתאם לניתוח פורטר שביצענו). בנוסף, ככלל שיטת המכפילים, העושה שימוש בתמחור השוק המושפע משמעותי מפערי מידע נחשבת כשיטה פחות מדויקת, שכן אינה מתחשבת בהבדלים בגודל ואופי החברות. לדעתנו, לאור האמור לעיל, והואיל ובין היתר, הסתמכנו לצורך ההשוואה על חברה אחת כמייצגת את כלל הענף, הערכת השווי שבוצעה לפי שיטת ה-DCF היא מהימנה יותר ויש לעשות בה שימוש לצורך בחינת שוויה הכלכלי של החברה.

4. הערכת שווי לפי דמודראן⁷

המכפיל	מכפיל ה-Retail (Softlines)	EV	שווי הון עצמי	הערכת יתר (חסר) של השוק	הפער באחוזים
EV/EBIT	12.12	902,515	991,480	300,238	10%
EV/EBIT(1-t)	19.57	1,083,051	1,172,016	480,774	8%
EV/EBITDA	9.02	898,503	987,468	296,226	10%

לפי המכפילים של דמודראן – קסטרו מתומחרת בחסר. עם זאת, יש להתייחס לכך בעירבון מוגבל היות וקסטרו פועלת בשוק הישראלי שהוא שוק מאוד קטן ותחרותי, עם סיכון גבוה יותר (פרמית הסיכון של השוק הישראלי כ-7% - ראה לעיל) שאינם באים לידי ביטוי במדדים של דמודראן. בנוסף, המדד מתייחס לחברות אמריקאיות עם תמהיל פעילות לא ברור.

⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>