

פוקס ויזל בע"מ

A1	דירוג Issue
הדירוג ניתן לגיוס אג"ח בסכום של עד ל- 70 מיליון ₪. האג"ח צמודות מדד ונושאות ריבית שלא תעלה על 5.3%. הקרן תיפרע ב- 5 תשלומים שנתיים שווים בכל אחת מהשנים 2009 עד 2013.	

פרופיל החברה

פוקס ויזל בע"מ (להלן: "החברה" או "פוקס") נוסדה בשנת 1995 תחת השם: "ויזל שיווק טקסטיל בע"מ" כחברה פרטית, במטרה לעסוק בייצור ושיווק מוצרי טקסטיל. בשנת 2002 שינתה החברה את שמה ל-"פוקס-ויזל בע"מ" והפכה לציבורית. החברה עוסקת בעיצוב, ייצור (בארץ ובחו"ל) ושיווק של מוצרי הלבשה לנשים, גברים, ילדים ותינוקות בקו ביגוד בסיסי (Basic – Casual). החברה פועלת באמצעות 143 חנויות בניהולה והפעלתה אשר היוו, נכון לשנת 2005, כ- 75% מסך המכירות, באמצעות זכיינים בארץ המפעילים כ- 13 חנויות והיוו כ- 7% מסך המכירות והחל משנת 2004 באמצעות 8 זכיינים בחו"ל המהווים כ- 6% מסך המכירות. כמו כן, החברה עוסקת במכירת תוצרתה לחנויות ברחבי הארץ ולגופים מוסדיים ובאמצעות סיטונאים, סך המכירות בערוץ שיווק זה היוו כ- 12% בשנת 2005. בשנים האחרונות מוכרת החברה רישיונות לייצור ושיווק אביזרי אופנה תחת השם FOX תמורת עמלות מכירה, פעילות זו אינה מהותית. פעילות הייצור של המוצרים מתבצעת על ידי קבלני משנה וספקים במזרח הרחוק, בעיקר בסין (כ- 85% מהמוצרים) והיתרה במפעלי החברה בישראל, תוך בחינה מתמדת של כדאיות הייצור באתרים השונים. תחום פעילות החברה מאופיין בתחרות חריפה מצד גופים רבים ביניהם: רשתות אופנה מקומיות ובינלאומיות, חנויות פרטיות ויצרנים שונים. החברה מתמודדת עם התחרות באמצעות השקעות בפרסום וקידום מכירות על מנת למתג ולבדל את מוצריה מן המתחרים וכן מקפידה על פריסה ארצית טובה של חנויות הרשת, בייחוד בקניונים ומרכזי הקניות המובילים. לחברה אין מקרקעין בבעלותה והיא פועלת החל משנת 2006 בבית FOX בקרית שדה התעופה, שם תרכז כל פעילות האחסנה, הלוגיסטיקה והשיווק. בעלי השליטה במשותף הינם: ויזל אחזקות א.י.ה בע"מ, המוחזקת על ידי משפחת ויזל, וטריקו פוקס אשר מוחזקת על ידי משפחת פוקס, מחזיקים יחד בכ- 59% מהונה המונפק של החברה.

להלן נתונים פיננסיים עיקריים:

אלפי ש"ח	FY 2005	FY 2004	FY 2003	FY 2002
מכירות	469,346	437,853	424,539	357,398
שיעור רווח גולמי	50.1%	49.0%	44.9%	42.0%
שיעור רווח תפעולי	11.9%	12.5%	13.1%	14.9%
רווח נקי	39,026	34,450	34,767	29,949
שיעור רווח נקי	8.3%	7.9%	8.2%	8.4%
חוב פיננסי	66,001	90,000	40,602	45,929
חוב פיננסי נטו	(52,642)	(17,578)	9,362	22,221
הון עצמי לסך מאזן	65.6%	54.8%	63.2%	59.8%
צרכי הון חוזר להכנסות	23.8%	25.9%	31.4%	37.3%
FCF	(2,164)	25,764	11,510	(72,904)

מחברים:

קרן ממן
אנליסטית

kmaman@midroog.co.il

יובל מועלם

אנליסט בכיר

yuvalm@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

ראש תחום תאגידים

ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 18.5.2006. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומנצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

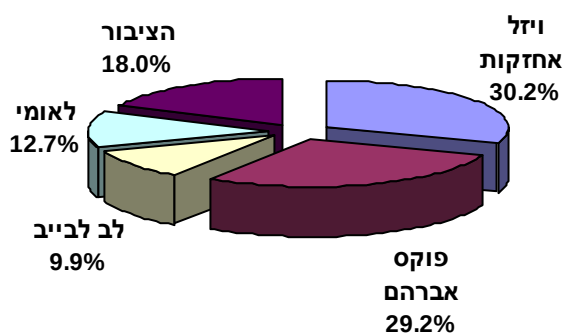
להלן שמות בעלי תפקידים בכירים בחברה:

שם	תפקיד	ניסיון
אברהם פוקס*	יו"ר דירקטוריון ומנכ"ל משותף	מכהן בתפקידו החל משנת 2000
הראל ויזל	מנכ"ל משותף	מכהן בתפקידו החל משנת 1995
אלי קימלפלד	סמנכ"ל כספים	מכהן בתפקידו החל משנת 2000
רן ארנון	סמנכ"ל	מכהן בתפקידו החל משנת 1995
אסף ויזל	מנהל רכש / מותג	מכהן בתפקידו החל משנת 1995
יפתח ויזל	מנהל רכש / מותג	מכהן בתפקידו החל משנת 1995
מיכל פוקס ריבקינד*	מנהלת רכש / מותג	מכהנת בתפקידה החל משנת 2000
אלעד ורד	מנהלת רכש / מותג	מכהן בתפקידו החל משנת 2000

*קודם לכן עבדו בחברת טריקו פוקס שמוזגה לחברה בסוף שנת 1999.

הנהלת החברה בעלת ניסיון רב בתחום ובעלת יכולת רבה לקדם ולפתח את החברה. כפי שניתן לראות הנהלת החברה ותיקה, מנהלי החברה עוסקים בתחום מספר רב של שנים וצברו ניסיון רב. תחת ניהולם החברה התפתחה ואף בשנים בהן היה מיתון בארץ היא הצליחה להגדיל את רווחיה באמצעות הגדלת המכירות מחד והקטנת עלויות מאידך. שינויים אלו נעשו בעזרת הראיה האסטרטגית ארוכת הטווח של ההנהלה על ידי יכולתה להבין את השוק. יחד עם האמור, לחברה יש תלות במר הראל ויזל.

להלן מבנה החזקת המניות לתאריך 7 במאי 2006:



בין ויזל אחזקות לבין טריקו פוקס יש הסכם לשליטה משותפת משנת 2002.

הקצאה פרטית של מניות לחברת ממורנד

על פי הסכם מחודש ינואר 2005, הקצתה החברה לממורנד ניהול (1998) בע"מ שבשליטת מר לב לבייב (להלן: "ממורנד") כ-10% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה, בתמורה לסך של כ-31 מיליון ש"ח. בנוסף, במסגרת ההסכם, העניקה החברה לממורנד אופציה, הניתנת למימוש עד לחודש אוגוסט, לרכישת 10% נוספים מהונה המונפק של החברה, בסך של כ-56 מיליון ₪ (הכולל מנגנון התאמה לחלות דיבידנדים). נכון למועד כתיבת הדוח, כתב האופציה הינה בתוך הכסף.

השלמת פריסת החנויות בישראל באמצעות חנויות בהפעלה ישירה

בשנים האחרונות, כחלק מאסטרטגיית הצמיחה של החברה בישראל, נוטה החברה לפעול על דרך של פתיחת חנויות בהפעלה ישירה, על פני מכירה באמצעות זכיינים בישראל ועל כן אינה מאפשרת מתן הסכמי זיכיון בישראל. לדברי ההנהלה, הגידול בפעילות בישראל יתבצע תוך פתיחה סלקטיבית של חנויות, והעדפת Prime Locations במרכזי הקניות. ניתן להבחין בטבלה מטה כי מספר החנויות המופעלות על ידי זכיינים צומצם על חשבון פתיחת חנויות בהפעלה עצמית ב-3 השנים האחרונות:

מספר חנויות	ערוץ שיווק		
	2003	2004	2005
הפעלה עצמית	97	121	143
זכיינים - ישראל	22	18	13

המשך התפתחות בחו"ל באמצעות זכיינים

החברה שואפת להגדיל את פריסת רשת פוקס בשווקים הבינלאומיים, בשיתוף פעולה עם זכיינים בלעדיים למדינה, בעלי תשתיות פיננסיות, לוגיסטיות, שיווקיות עם התמחות בענף הקמעונאות המקומית. כיום FOX פועלת ב-5 מדינות ברחבי העולם: סינגפור, אוסטרליה, פנמה, איטליה וסין, באמצעות זכיינים מקומיים אשר מפעילים גם מותגים בינ"ל אחרים. החברה מייחסת לפעילות זו רמת סיכון נמוכה וזאת מאחר וכל עלויות הקמת הרשת בחו"ל וכן העלויות הנלוות לכך מוטלות על החברה המקומית. המוצרים אשר יימכרו לחברה המקומית יהיו במחיר מוסכם מראש, המורכב מעלות ייצור בתוספת רווח לחברה.

פיתוח פלטפורמת פעילות ברוסיה ובחבר העמים

החברה בוחנת אפשרות להקמת רשת חנויות תחת המותג FOX ברוסיה ובמדינות חבר העמים, בשיתוף פעולה עם חברת ממורנד. במידה ויוחלט על פתיחת חנויות, על ממורנד לממש את האופציה לקבלת 10% ממניות החברה, ותוקם חברה חדשה, שתחזק בחלקים שווים על ידי שני הצדדים, אשר תרכז את הפעילות בחבר העמים וברוסיה. על סמך תקציב ההקמה כפי שנתקבל מהחברה, העלות המתוכננת להקמת חמש חנויות ברוסיה תסתכם לכ-1.5 מיליון דולר..

רכישת פעילויות משלימות לפעילות החברה

החברה מעוניינת לרכוש או למזג חברות בעלות פעילויות משלימות בישראל או סינרגיות לתחום פעילותה. ההחזקה באותן חברות תבוצע במשותף עם בעלי המניות הנוכחיים שלהן, כך שלאחר ההתקשרות תחזיק החברה בשליטה אולם הניהול ייותר בידי ההנהלה הקיימת. נכון למועד כתיבת הדוח, לחברה אין החלטה על רכישה / מיזוג העומדת על הפרק.

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה פועלת בתחום תחרותי ומסוכן. יחד עם זאת, הנהלת החברה הוכיחה יכולת להגדיל נתחי שוק ולהרחיב את פעילותה, למרות רמת התחרות, תוך זיהוי נישות ובניית יתרון יחסי בנישות אלו; לחברה נוכחות גבוהה בשוק האופנה בישראל הבאה לידי ביטוי ברשת חנויות הממוקמת לרוב, במרכזי קניות עיקריים בישראל; נכסיה העקריים כוללים מוניטין, נוכחות, חדשנות ויכולת מוכחת שלהנהלת החברה לזהות תחומים חדשים ולהצמיח את הפעילות באמצעותם; להערכת מידרוג חלק מנכסים אלו לא מוחשיים ועל כן הסיכון הטמון בהם גבוה משל נכסים מוחשיים; החברה נהנית מיחסי איתנות פיננסית גבוהים; ערב ההנפקה נהנית החברה מיתרות נזילות אשר משמשות את צרכי ההון החוזר, המשתנים בהתאם לעונתיות ואשר עתידים לשמש בחלקם למימוש תוכניות להשקעה במרכז הלוגיסטי; חברה יחסי כסוי טובים; מדיניות הדיבידנד כוללת חלוקת דיבידנדים בשיעור של 50% ומעלה מרווחיה;

חוזקות

מותג חזק ומוביל בביגוד Basic ו-Casual בישראל הפונה לקהל יעז רחב ונתמך בהשקעה מתמדת בפרסום ומיצוב.

ענף הביגוד וההלבשה בישראל הינו ענף תחרותי בו פועלות מספר רב של רשתות אופנה מקומיות, רשתות בינלאומיות גדולות בעלות מותגים בינלאומיים, חנויות פרטיות, ובזארים המתחרים בפעילות החברה. על אף התחרות החריפה חברת פוקס הינה אחת השחקניות המובילות בענף הביגוד הממוקד בתחום ה-Basic וה-Casual בישראל. יתרונה בא לידי ביטוי במוניטין שצברה בשנים האחרונות ובמגוון הרחב של המוצרים אותם היא מייצרת ומשווקת, הפונים לקהלי יעד שונים, וכן במחירי המכירה הנמוכים, יחסית לביגוד ממותג ברשתות אופנה אחרות. כמו כן, פועלת החברה להגברת החשיפה ומודעות הציבור למותגיה ובידולה מהמתחרים, על ידי השקעות גבוהות יחסית בפרסום. בין השנים 2003-2005 השקיעה החברה בממוצע כל שנה כ-17.5 מיליוני ש"ח בפרסום.

להלן דוגמאות לסטאטוס מותגי החברה, המשקפים את חוזקם היחסי בשוק המקומי לשנת 2005:

תחום	מתחרים	פוטנציאל צמיחה*	סטאטוס מותג*
נשים	קסטרו, זארה, רנואר, TNT	בינוני	מקום שני
ילדים	סולוג, הוניגמן, גולף קידס	נמוך	מקום ראשון
בייבי	שילב סריגמיש	גבוה	מקום ראשון

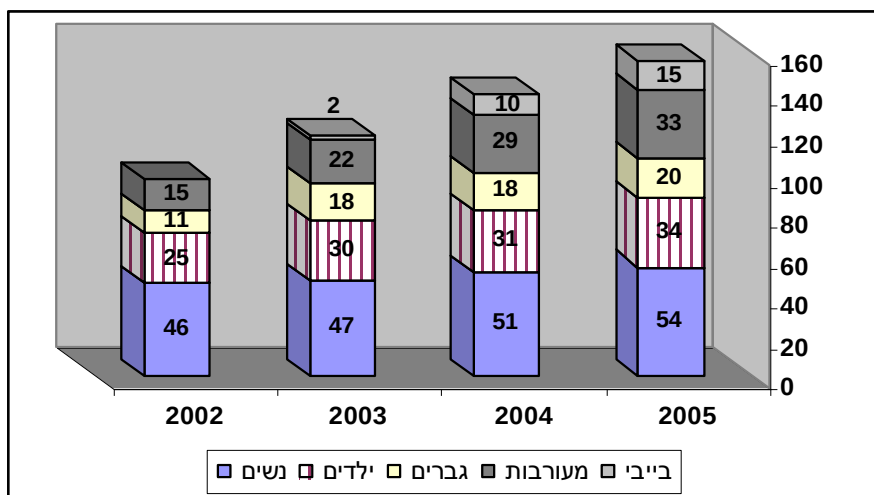
* על פי סקרי מותגים והערכות החברה

התרחבות הרשת בשנים האחרונות מלווה בגידול במכירות החנויות הזהות (Same Store Sales)

לאורך השנים, מציגה החברה צמיחה במכירות שנובעת בעיקר מגידול במספר חנויות הרשת, ומלווה בגידול במכירות של החנויות הזהות (SSS). ניתן לראות כי קיימת שחיקה במכירות ה-SSS במגזר הילדים, כתוצאה מהתגברות התחרות בתחום זה. עם זאת, ראוי לציין כי פוקס נחשבת למובילה בתחום זה. שחיקה נוספת קיימת בחנויות העודפים וזאת כתוצאה משינוי שיטת התמחור במגזר, בנוסף להקטנה מכוונת של העודפים לעומת שנים קודמות. סה"כ גדלו מכירות ה-SSS בשנת 2005 באחוזים בודדים לעומת תקופה מקבילה אשתקד.

החברה נמצאת כיום ברמת פריסה ארצית גבוהה והיא פועלת להשלמת פריסת סניפיה בישראל. השיקולים העיקריים המנחים את החברה בפתיחת חנויות חדשות כוללים דריסת רגל בערים בהן לחברה אין נוכחות או במרכזי קניות חדשים במיקום אטרקטיבי. לדברי הנהלת החברה, פוטנציאל הצמיחה של חנויות פוקס בישראל עומד על 5%-10%, בהתבסס על כך שרוב מרכזי הקניות בערים המרכזיות ובמיקומים המובילים מאוכלסים על ידי החברה, ועל כן פוטנציאל הרווחיות של החנויות החדשות יהיה נמוך יחסית לחנויות הקיימות במרכזים המובילים בארץ.

להלן מוצגת התפתחות רשת החנויות בישראל בין השנים 2002-2005 לפי מגזרי פעילות:



חנויות החברה ממוקמות לפי קהלי יעד שונים: האחת מיועדת לנשים ו/או נשים וגברים תחת המותג FOX, השנייה מיועדת לילדים תחת המותג FOX KIDS, השלישית מיועדת לגברים FOX MEN, והרביעית לתינוקות תחת המותג FOX BABY. כמו כן, מפעילה החברה חנויות מעורבות בהן נמכרים פריטים מארבעת תחומי הפעילות, חנויות אלו לרוב ממוקמות בפאזר סנטרס, והחלטות לגבי פיצול חנויות מעורבות נקבעות לרוב על סמך נפח פעילות. החברה מעוניינת להמשיך ולהרחיב את רשת חנויות FOX BABY.

לחברה אין תלות בספק בודד שכן היא עובדת עם מספר רב של קבלני משנה בסין, וכן מחזיקה בפעילות יצור בישראל על מנת לשמור על גמישות בייצור.

מרבית המוצרים הנמכרים על ידי החברה מיוצרים על ידי כ-20 ספקים וקבלני משנה במזרח הרחוק, בעיקר בסין. נכון לשנת 2005 כ-85% ממוצרי החברה מיוצרים על ידי קבלני משנה בחו"ל, כאשר היתרה מיוצרת במפעל הייצור בארץ, וזאת מתוך רצון לשמור על יכולת תגובה מהירה להזמנות חוזרות או לביקושים פתאומיים במהלך העונה. באופן כללי בוחרת החברה לייצר מוצרים ברמת גימור נמוכה בארץ בעוד המוצרים המורכבים מבחינת גימורים ותוספות מיוצרים על ידי קבלני המשנה בחו"ל. החברה עובדת עם ספק עיקרי אשר שיעור הרכישות ממנו, נכון לשנת 2005, עומד על כ-39% מתוך קניית התוצרת הגמורה של החברה, עם זאת ראוי לציין כי ספק זה מאגד ומרכז פעילות של כ-15 מפעלי ייצור אחרים (תת קבלני משנה) אשר לחברה ישנה גישה ישירה אליהם. לפיכך, לחברה אין תלות בספק או בקבלן משנה מסוים.

מערכת בקרת איכות מוצרים מדגמית המשמשת מדד לשמירה על שם המותג ומוניטין החברה

לחברה מספר רבדים בביצוע ביקורת טיב מוצר, הן ברמת ביקורת תהליכי הייצור במפעלים של קבלני המשנה והן ברמת בדיקת איכות המוצרים המתקבלים בישראל. ביקורת האיכות מתבצעת על ידי מחלקת ביקורת טיב המנוהלת על ידי בקר האיכות של החברה. השלב הראשוני של הבקרה מתחיל עם קבלת הדגם הראשוני מקבלני המשנה, המתבסס על תיק המוצר הנכתב על ידי מעצבי החברה, ובו תיאור מפורט של הדגם המבוקש. בבדיקה הראשונית נבחנות איכויות: חומרי הגלם, הצבע, התפירה ועמידות בכביסות, על ידי עובדי בקרת האיכות בחברה. לאחר אישור תחילת העבודה, וקבלת הסחורה מתבצעות בדיקות מדגמיות של כ-30% מהסחורה, כאשר בדיקה זו מקיפה את הסחורה המתקבלת מכלל קבלני המשנה. באחריות בקר האיכות בחברה להגיש "דוח ביצועי טיב" על בסיס חודשי, המחולק על פי מגזרי פעילות (נשים, גברים וכו') ובו נסקרים הממצאים לגבי הפגמים שאותרו בסחורה שנתקבלה. כמו כן, בקר איכות המוצרים מבצע ביקורת

בכ-30 מפעלים של ספקי המשנה בסין (כחצי מהמפעלים איתם עובדת החברה), בהם הוא בוחן את תהליכי הייצור והעבודה השוטפת בפסי הייצור. החברה מפעילה מחלקת שירות לקוחות אשר אחראית על איתור פגמים במוצרים וסיווגם עפ"י הספקים השונים, כמו גם הכנת "דוח שירות לקוחות", בו מפורטים הדגמים שהוחזרו כתוצאה מפגמים בייצור. על סמך הדוח האחרון שהופק, עומדים בממוצע החוזרי המוצרים הפגומים על פחות מ-0.5% מסך המכירות. להערכת מידרוג, מערכת בקרת האיכות בחברה הינה טובה, ועל כן שומרת על חוזקו של המותג.

פיזור רב של לקוחות כתוצאה מפעילות שיווק והפצה במספר ערוצים

לקוחות החברה נחלקים לארבעה סוגים עיקריים:

1. **צרכן סופי בחנויות בהפעלה ישירה** - החברה מפעילה ומנהלת סה"כ 143 חנויות בכל רחבי הארץ. סגמנט זה היווה כ-75% מהיקף המכירות הכולל של החברה על סמך נתוני 2005 ואין חנות אשר המכירות באמצעותה עלו על 5% מסך ההכנסות באותה שנה.
2. **סיטונאים וקמעונאים** - החברה מוכרת ל-200 חנויות קמעונאיות ברחבי הארץ, לגופים מוסדיים כגון בתי ספר ולסיטונאים אשר משווקים את הסחורה לחנויות נוספות (שאינן חנויות FOX). המוצרים הנרכשים על ידי החנויות והסיטונאים מסופקים בתחילת כל עונה בהתאם להזמנות. במהלך העונה עוברים סוכני החברה בנקודות המכירה השונות ומבצעים מכירות משלימות. החל משנת 2003 חלה ירידה בשיעור ההכנסות מסיטונאים כתוצאה מהתרחבות רשת החנויות בהפעלה ישירה על חשבון ערוץ שיווק זה.
3. **זכיינים בישראל** - לחברה 8 זכיינים המפעילים 13 חנויות ברחבי הארץ. תקופות הזיכיון נקבעות בד"כ למשך תקופת חוזה השכירות לחנות, שהחברה צד לו. מחיר המוצרים לזכייין מחושב עפ"י מחירון סיטונאי בהפחתת 5%-7.5%. המכירה מתבצעת כנגד תשלום מזומן או אשראי מובטח בערבויות אישיות או שטרי חוב. החל משנת 2003 חלה ירידה בשיעור ההכנסות מזכיינים בארץ כתוצאה מהעדפת החברה לפעול על דרך פתיחת חנויות בהפעלה ישירה ועל כן פעלה לצמצום מספר הזכיינים.
4. **זכיינים בחו"ל** - כיום פועלת החברה ב-5 מדינות: סינגפור, אוסטרליה, פנמה, איטליה וסין (בנוסף נחתמו מזכרי הבנות לגבי: תאילנד, בולגריה ורומניה), ומתבססת על מתן רישיון לחברה מקומית בעלת איתנות פיננסית וכן ידע וניסיון בתחום הקמעונאי בשוק המקומי. מודל התמחור של מוצרי החברה לזכיינים הינו: עלות + 25%. שיעור המכירות לזכיינים בחו"ל עומד על 6% מסך המכירות ואין זכייין אשר סך רכישותיו מהחברה עולה על 5% מסך ההכנסות.

להלן הכנסות החברה לפי ערוצי שיווק בין השנים 2003-2005:

באלפי ש"ח	2005	%	2004	%	2003	%
חנויות בהפעלה ישירה	350,577	75%	299,227	68%	273,955	65%
סיטונאים זכיינים ואחר	88,798	19%	114,897	26%	150,584	35%
זכיינים - חו"ל	29,971	6%	23,729	5%	-	0%
סה"כ מכירות	469,346	100%	437,853	100%	424,539	100%

כמו כן, בארבע השנים האחרונות מוכרת החברה רישיונות לייצור, שיווק ומכירת אביזרי אופנה שונים תחת שם המותג FOX. הרישיון ניתן תמורת עמלות מכירה המחושבות כאחוז קבוע מהמחיר הסיטונאי של מקבל הרישיון או מעמלת מינימום – הגבוה מהשניים. התחומים בהם נותנת החברה רישיונות שימוש הם, בין השאר: שעונים, גרביים, הלבשה תחתונה ועוד.

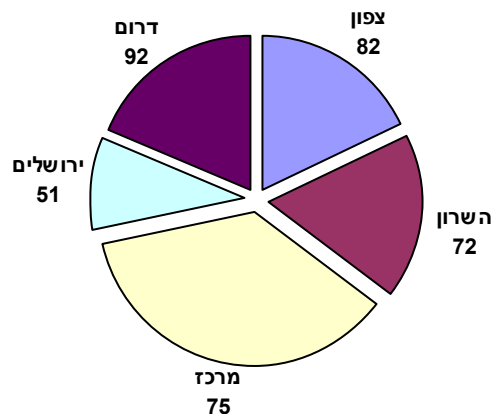
ארגון מחדש של אתרי החברה וריכוזם במרכז יחיד ב- Airport City עשוי לתרום להתייעלות החברה

בחודש ינואר 2006 העתיקה החברה את פעילות המשרדים, הניהול, העיצוב והייצור בארץ לבית פוקס אשר הקימה בקריית שדה התעופה (Airport City). לקראת אמצע שנת 2006 עתידה החברה להשלים את המעבר ולהעתיק גם את פעילות האחסנה, הלוגיסטיקה והשיווק למרכז החדש, בו הוקם מערך מתקדם ממוכן וממוחשב. שטח המבנים הינו כ-13,000 מ"ר והוא כולל: מרכז לוגיסטי, משרדים ומחסן הפצה מרכזי. תקופת השכירות הינה ל-10 שנים עם אופציית הארכה לחמש תקופות בנות שנתיים כל אחת. סך ההשקעה הצפויה בבית פוקס תסתכם לסך של כ-33 מיליוני ש"ח כאשר עד לסוף שנת 2005 בוצעו השקעות בסך של כ-11 מיליון ש"ח מתוך הסך הנ"ל. החברה צופה כי המעבר ל-Airport City יתרום להתייעלות משמעותית מבחינת ניהול ושליטה על המלאי וכן יקטין זמן שינוע מוצרים, דבר אשר יוזיל עלויות אחסנה ואספקה.

פריסה ארצית טובה של חנויות, תוך זיהוי מגמות בשוק

לחברה רשת של 143 חנויות בהפעלה ישירה (156 כולל זכיינים) בפריסה ארצית טובה אשר לרוב נמצאות במרכזי הקניות המובילים ובמיקומים אסטרטגיים. החברה צברה ידע וניסיון בבחירת מרכז הקניות וכן במיקום החנות בתוכו וכתוצאה מכך מספר רב של חנויות החברה נחשבות כחנויות עוגן בקניונים. כמו כן החברה השכילה לנצל את התאוצה שתפסו מרכזי ה-Power Center בשנים האחרונות, כחלק ממגמות בתרבות הצריכה בישראל, נפתחו כ-20 חנויות מעורבות במרכזים הללו.

להלן ריכוז מספר החנויות עפ"י אזורים גיאוגרפים:



גמישות פיננסית טובה ביחס לעסקאות בסדר הגודל שהחברה מבצעת

בשנים האחרונות רמת הנזילות של החברה הייתה טובה ויש ביכולתה לגייס חוב המספיק לפעילותה השוטפת ולצורך ביצוע השקעות נוספות בסדרי הגודל שבהם מעוניינת החברה. לחברה מסגרת אשראי לא מנוצלת של כ-50 מיליון ש"ח.

הערכות לא נכונות של ביקושים עתידיים עשויות לחשוף את החברה לרמות מלאי גבוהות. לחברה מערכת ניהול מלאי ממוחשבת אשר מאפשרת לחברה לשלוט באופן שוטף על כל המלאי במחסן ובחנויות הרשת

חוסר יכולת לחזות מראש את הביקוש למוצרים, עשוי להותיר את החברה עם מלאי עודף או לחילופין מחסור בדגמים או מידות שלהם היה ביקוש. מצב של מלאי עודף עשוי להוביל את החברה לנקוט בשיטות שיווקיות שונות כמו הקדמת הנחות סוף עונה - אשר פוגעות ברווחיות החברה. התפטרות ממלאים באמצעות ה- Stock Day, תופעה שכיחה בשנים האחרונות, מעידה על בעיה בתחזית מדויקת של ביקוש עתידי.

בשנת 2002, כתוצאה מהערכת יתר של הביקוש העתידי, הגדילה החברה רכישות ועל כן נותרה עם רמות מלאי גבוהות. החברה נקטה בשיטות שיווק שונות על מנת להקטין את היקף המלאי בין השאר באמצעות: מכירות סוף עונה, חנויות עודפים זמניות וכן צמצום הזמנות. בעקבות האמור, במהלך שנת 2003 החלה החברה להשתמש במערכת ניהול מלאי חדשה. מערכת זו מספקת עדכונים שוטפים על רמות המלאי עפ"י חיתוכים שונים וברמת פירוט גבוהה. החברה עוקבת באופן יומי אחר המלאי המצוי בחנויות השונות ומספקת להן סחורה כמעט בתדירות יומית. באמצעות המערכת החדשה החברה שיפרה את יכולתה להזמין מלאי בכמויות ובסוגים הנכונים, בהתאם לדרישה בשוק. כך החברה מחזיקה מלאי בכמות אופטימלית ומקטינה את עלויותיה. בנוסף, החברה יכולה לפזר את המלאי הקיים בצורה אופטימלית בין נקודות המכירה השונות ובכך לשפר את הכנסותיה. מהשוואת ימי המלאי ניתן לראות שיפור מהותי במהלך השנים כך שבשנים 2002, 2003, 2004 ו- 2005 ימי המלאי היו 167, 140, 107 ו- 103 בהתאמה.

תקציב המכירות בחברה נבנה על ידי המחלקות השונות (נשים, גברים וכו') באחריות מנהל המותג, על סמך נתוני מכירות בתקופה מקבילה אשתקד, וכן על בסיס הנחות שמרניות. לדברי ההנהלה, בכל סוף עונה נשארים עם 5%-10% מהמלאי שלא נמכר, אשר נשלח לחנויות עודפים.

מצב המשק הישראלי והמצב הפוליטי – ביטחוני

היקף תחום מוצרי הצריכה בכלל ומוצרי האופנה בפרט בישראל נגזר, בין היתר, מגודל האוכלוסייה ומרמת החיים בה. לקצב גידול האוכלוסייה, קצב גידול כח הקנייה, לצריכה הפרטית ולרמת ההכנסה הפנויה ורמת החיים בישראל, עשויות להיות השפעות מהותיות על היקף פעילות החברה. כמו כן, מאחר ומרבית נקודות המכירה של מוצרי החברה נמצאות בקניונים ובמרכזים המסחריים, שינוי לרעה במצב הביטחוני עשוי לצמצם את כניסת קהל היעד לקניונים ובכך לפגוע במכירות החברה.

החברה פועלת בענף המאופיין בתחרות חריפה

ענף הביגוד וההלבשה בישראל הינו ענף תחרותי, בו פועלות מספר רב של חברות הפועלות בייצור, ייבוא, שיווק והפצה של מוצרים מתחרים למוצרי החברה. בשנים האחרונות אף ניכרת החרפה בתחרות בשווקים המקומיים בשל כניסת חברות בינלאומיות בעלות מותגים בינלאומיים. באופן כללי, כל חנות ביגוד והלבשה מהווה תחרות לחברה.

ענף המאופיין בעונתיות שמשפיעה על השקעות משתנות בצרכי הון חוזר שדורשות עודפי נזילות

בתחום פעילות החברה קיימת עונתיות הנובעת משינויי האקלים וממכירה מוגברת בתקופות החגים (ראש השנה ופסח). כתוצאה מכך עיקר המכירות מתרכזות לרוב ברבעון השני – תחילת הקיץ והרביעי – תחילת החורף, אך מאחר ותקופות החגים משתנות ביחס לרבעונים הקלנדאריים, לא ניתן להצביע על ההשפעה ברבעון מסוים.

להלן נתוני מכירות החברה (ב-%) ורווחיות גולמית לפי רבעונים:

שנה	רבעון 1		רבעון 2		רבעון 3		רבעון 4	
	% מכירות	% רווח גולמי	% מכירות	% רווח גולמי	% מכירות	% רווח גולמי	% מכירות	% רווח גולמי
2005	24%	46%	25%	54%	24%	46%	28%	54%
2004	25%	48%	24%	53%	24%	48%	27%	48%
2003	23%	36%	25%	51%	26%	43%	26%	48%

תלות גבוהה במגמות באופנה ושינויים בטעמי לקוח

תחומי הפעילות של החברה כוללים עיצוב ושיווק של בגדים ואביזרי אופנה, אשר מתוכננים על ידי מחלקת העיצוב בחברה. מחלקת העיצוב מחולקת למספר צוותים, בהתאם לקהל היעד: נשים, גברים, ילדים, תינוקות ואביזרי אופנה ואחרות על התעדכנות מתמדת בהתפתחויות מקומיות ועולמיות בענף האופנה ועיצוב קולקציות עדכניות על סמך טעמי הלקוחות. החברה מעסיקה מעצבי אופנה מקצועיים הדואגים להכיר את טעמי הלקוח באמצעות ביקורים בתערוכות ותצוגות אופנה, ניתוח דוחות מכירה וקבלת דוחות משוב ממנהלי התחומים והחנויות. יחד עם זאת, שינויים בטעמים בתחום האופנה אשר לא נחזו על ידי החברה עלולים לפגוע במעמדה של החברה בענף, אם כי העובדה כי החברה מתמקדת בקווי הביגוד הבסיסיים (Casual Basic) וביחס מחיר/מותג נמוך חושפת את החברה לסיכון נמוך יחסית למקובל בענף.

פוטנציאל הצמיחה העיקרי של החברה נובע מפעילות בחו"ל לאחר שהפעילות בארץ אינה מציגה גידול משמעותי בהכנסות בשנתיים האחרונות

בין השנים 2001-2003 הציגה החברה שיעורי צמיחה דו ספרתיים גבוהים בהכנסות, שנבעו כתוצאה בגידול במספר החנויות וכן מכניסה לתחום הילדים (FOX KIDS). החל משנת 2004 החברה מציגה שיעורי צמיחה נמוכים יחסית וזאת כתוצאה ממיצוי פוטנציאל הצמיחה בישראל. החברה צופה שיעור צמיחה מקסימלי של כ-10% בשנה במהלך השנים הקרובות כשפוטנציאל הצמיחה העיקרי שלה אמור לנבוע מפעילות הזכייניות שלה בחו"ל אותה החלה בשנת 2004.

החברה נדרשת להשקעות גבוהות בפרסום וקידום מכירות על מנת לשמר את מעמדה בשוק

לצורך שימור וחיזוק כוח המותג והשגת דומיננטיות ובידול בשוק, משקיעה החברה משאבים רבים בפרסום וקידום מכירות. בשנים האחרונות השקיעה החברה כ-4% מסך ההכנסות שלה בפרסום ושיווק, כשפעילות זו כוללת: פרסום בטלוויזיה, שלטי חוצות, יחסי ציבור וכן חלק ניכר מתקציב זה הופנה להפקת והפצת קטלוג FOX. באופן כללי רשתות האופנה מאופיינות ברמת השקעה גבוהה בפרסום ויחסי ציבור כחלק מהתחרותיות בענף, ובהשוואה לרשתות אופנה מתחרות עולה כי שיעורי הוצאות הפרסום והקד"מ דומים לשל החברה.

תלות גבוהה באיש מפתח בתחום הפיתוח והשיווק של החברה

להערכת מידרוג, מר הראל ויזל, מנכ"ל החברה החל משנת 1995, תרם משמעותית להצלחתה של החברה, נוכח הבנתו וניסיונו בתחום השיווק והמכירות. במידרוג סבורים כי לחברה תלות גבוהה במר ויזל גם בתחום הפיתוח והחדשנות של מוצרים חדשים וכן בתחום הפרסום ויחסי הציבור של החברה. יחד עם זאת, המבנה הארגוני והאופרציה התפעולית בחברה מבוססים על כוח אדם מנוסה המוביל את הפעילות השוטפת, חלקם בעלי מניות בחברה.

חשיפה מטבעית הנובעת מרכישת המוצרים וחומרי גלם בחו"ל לעומת קבלת תקבולים בש"ח

מרבית התוצרת הגמורה נרכשת מספקים ומקבלני המשנה במזרח במטבע חוץ, בעיקר דולר ארה"ב, וכן חלק מחומרי הגלם המשמשים לייצור מוצרי החברה מיובאים מחו"ל ועל כן מחיריהם מושפעים מתנודות בשערי החליפין. פחות של השקל ביחס למטבעות אלו עשוי לגרום לשחיקה ברווחיות החברה. החברה מבצעת עסקאות הגנה במועד ביצוע הזמנות מספקים בחו"ל. ההגנה אינה מלאה והיקפה נקבע בהתאם למצב השוק.

סיום 80% מחוזי השכירות עד לסוף שנת 2008 עלול להעיב על הוצאות שכר הדירה

כ- 80% מחוזי השכירות של החברה צריכים להסתיים עד לסוף שנת 2008. לחברה מיקומים טובים בקניונים וסיום תקופת השכירות עלול להקשות עליה בשני אופנים: האחד, העלאת הוצאות השכירות והשני, העברת המיקום של החברה למקומות פחות טובים. יובהר כי החברה מהווה לקוח גדול וטוב לבעלי הקניונים, שכן היא שוכרת גם חנויות בקניונים המוחזקים על ידם ואשר ממוקמים במקומות בעלי פוטנציאל רווחיות נמוך יותר, ועל כן יכולת המיקוח שלה גבוהה ביחס לשוכרים אחרים.

מרבית עלויות הייצור מבוססות על רכישת תוצרת גמורה מקבלני המשנה בסין, ולפיכך חושפות את תוצאותיה הכספיות ופעילותה העסקית של החברה לשינויים בעלויות הייצור.

מרבית התוצרת הגמורה של החברה נרכשת מספקים וקבלני משנה בסין, ומהווה כ-85% מסך עלות המכר נכון לשנים 2004 ו-2005. במידה ותתרחש הסטת ייצור משמעותית ממרכזי הכובד - ארה"ב והאיחוד האירופי לסין ולאור זאת שהשכר הממוצע של אוכלוסיית מדינות המזרח נמוך משמעותית מרמת השכר הממוצעת במערב, קיים סיכון כי עלויות הרכש של החברה מספקים בסין יועלו בהתאמה. ראוי לציין כי במידה ועלויות ייצור יגדלו משמעותית, תהיה לכך השפעה כלל-עולמית ואין בכך סיכון ספציפי לחברה.

חומרי הגלם המשמשים את מפעל הייצור של החברה בארץ הינם חוטי סריגה (20% מסך הרכישות) ובדים גולמיים (80% מסך הרכישות). סך רכישות חומרי הגלם של החברה הסתכם בשנת 2005 בכ-12 מיליון ₪ שהיוו כ-5% מסך עלות המכר באותה שנה. על כן, שינוי בעלויות חומרי הגלם, אם יתרחש, אינו מהותי לחברה.

שינוי בשכר המינימום עשוי להשפיע על הוצאות החברה

מרבית עובדי החברה המועסקים בחנויות החברה וכן עובדי הייצור משתכרים שכר מינימום או שכר הגבוה במעט משכר המינימום. מתוך ממוצע של 1400 עובדי חברה, כ-600 עובדים משתכרים שכר מינימום, כך שבמידה ושכר המינימום יעודכן ב-500 ₪, עשויות הוצאות השכר של החברה לגדול בכ-3 מיליון ש"ח בשנתיים הקרובות.

סיכון אשראי בגין חובות לקוחות

נכון ליום 31.12.2005 הסתכם אשראי הלקוחות, בנטרול חברות כרטיסי האשראי, בכ-47 מיליוני ש"ח. מרבית חובות הלקוחות נובעים מחובות זכיינים, סיטונאים ולקוחות ענף הטקסטיל, ואינם מבוטחים בביטוח אשראי. מרבית הלקוחות הסיטונאים משלמים לחברה בתנאי אשראי של שוטף + 90 (בשנים 2004-2005 מחצית מיתרת הלקוחות כוללת שיקים לגבייה) והמכירה לזכיינים מתבצעת כנגד תשלום במזומן או אשראי, המובטח בחלקו על ידי שטרי חוב וערבויות אישיות. בחודש ספטמבר 2005 רשמה החברה חוב מסופק בסך של כ-1.7 מיליון ₪, בעקבות קריסת קלאב-מרקט, מתוך יתרת חוב של כ-2.6 מיליון ש"ח. ראוי לציין כי שיעור ההפרשות לחומ"ס של החברה נמוך מאוד לאורך השנים.

תוכנית אסטרטגית לרכישה ופיתוח פעילויות חדשות תוך עלייה בהיקף הכספי אשר יוקצה לפעילויות אלו

החברה מתכננת גיוס חוב בהיקף של 70 מיליון ₪. החברה שוקלת לייעד את התמורה לרכישת פעילויות משלימות ופיתוח רשת חנויות FOX ברוסיה ובמדינות חבר העמים, בשיתוף פעולה עם חברת ממורנד שבשליטת מר לב לבייב. למרות האמור, נכון למועד כתיבת הדוח, לחברה אין החלטות על רכישה או מיזוג העומדות על הפרק.

מדיניות חלוקת דיבידנד

לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה תחלק החברה דיבידנד פעמיים בשנה (לאחר פרסום דוח חצי שנתי, ולאחר פרסום הדוח השנתי) של לפחות 50% מהרווח הניתן לחלוקה אשר נצבר במהלך מחצית השנה אליה מתייחסים הדוחות הכספיים. בין השנים 2003-2004 חילקה החברה דיבידנד לבעלי המניות בסך של כ-56 מיליון ₪, על בסיס רווח נקי בתקופה האמורה בסך של כ-108 מיליוני ₪. בשנת 2005 רשמה החברה תזרים חופשי שלילי של כ-2.1 מיליון ₪, כתוצאה מהשקעות גבוהות בהקמת מרכז לוגיסטי וחלוקת דיבידנד בסך של כ-21 מיליון ₪.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- כניסה לשווקים חדשים, סינרגטיים לפעילות החברה, אשר יגדילו את בסיס פעילותה ויקטינו את תלותה בתחום פעילות בודד או באזור גיאוגרפי מסוים;
- שיפור ברווחיות החברה ובתזרים המזומנים שלה;

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה ברווחיות החברה, בתזרימי המזומנים וביחסי הכיסוי;
- פגיעה במוניטין;
- ביצוע השקעות מהותיות בתחומים מסוכנים אשר לחברה אין בהם יתרון יחסי;

ניתוח פיננסי

צמיחה בהכנסות, כתוצאה משיפור המיצוב של מוצרי החברה, השקת תתי מותגים, הרחבת מגוון המוצרים, והרחבת פעילותה לחו"ל, אשר התמתנה החל משנת 2003.

במהלך השנים האחרונות החברה השלימה מהלך של שיפור ומיצוב המותג ובמקביל שיפור ברמת התפעול של החברה. החל משנת 2001 ניתן לראות צמיחה בהכנסות, צמיחה שהתמתנה החל משנת 2003. החברה התחילה למצב עצמה מחדש בסוף שנות ה-90 ועד לשנת 2002 היא צמחה במהירות. הקפיצה הגדולה בהכנסות בשנת 2002 חלה כתוצאה מגידול בחנויות של נשים וילדים ומפתיחת רשת FOX MEN. החל משנת 2003 קצב הצמיחה של החברה הואט, כתוצאה מכניסה דומיננטית של חברות מתחרות לשוק האופנה, מרוויחה בשוק ומניצול פוטנציאל הצמיחה החיצונית בארץ.

אלפי ש"ח		FY 2005		FY 2004		FY 2003		FY 2002		FY 2001	
מכירות	100%	469,346	100%	437,853	100%	424,539	100%	357,398	100%	285,749	100%
מזה: מכירות בישראל	93.6%	439,374	94.6%	414,124							
מזה: מכירות בחו"ל	6.4%	29,971	5.4%	23,729							
עלות מכירות	50%	234,144	51%	223,286	55%	233,889	58%	207,138	53%	150,658	53%
רווח גולמי	50%	235,202	49%	214,567	45%	190,650	42%	150,260	47%	135,091	47%
הוצאות מכירה ושיווק	35%	164,925	34%	148,016	29%	124,980	25%	88,405	23%	65,076	23%
הוצאות הנהלה וכלליות	3%	14,216	3%	11,838	2%	10,127	2%	8,644	2%	7,003	2%
רווח תפעולי	12%	56,061	12%	54,713	13%	55,543	15%	53,211	22%	63,012	22%
EBITDA	14%	64,895	14%	62,433	14%	61,113	16%	56,857	23%	65,284	23%
הכנסות (הוצאות) מימון נטו	0%	214	0%	(1,656)	(1%)	(2,910)	(1%)	(5,156)	0%	(127)	0%
הכנסות (הוצאות) אחרות	0%	27	0%	4	0%	86	0%	(81)	22%	(55)	22%
רווח לפני מיסים על הכנסה	12%	56,302	12%	53,061	12%	52,719	13%	47,974	8%	62,830	8%
מיסים	4%	17,276	4%	18,611	4%	17,952	5%	18,025	14%	22,796	14%
רווח נקי לשנה	8%	39,026	8%	34,450	8%	34,767	8%	29,949		40,034	

במהלך השנים ניתן לראות גידול במספר החנויות בהפעלה ישירה, שמהוות את ערוץ השיווק העיקרי של החברה ובמכירות של כל חנות (same store sales) ובמקביל ירידה במכירות לזכיינים ולסיטונאים.

הכנסות החברה מערוצי השיווק השונים:

(באלפי ₪)		2005		2004		2003	
ערוץ השיווק	הכנסות	מספר חנויות	הכנסות	מספר חנויות	הכנסות	מספר חנויות	מספר חנויות
מכירה בחנויות	350,577	143	299,227	121	273,955	97	
מכירה ל סיטונאים זכיינים ואחר	88,798	13*	114,897	18*	150,584	22*	
מכירה ללקוחות בחו"ל	29,971		23,729		-		
סה"כ	469,346		437,853		424,539		

* מספר חנויות זכיינים

עיקר הגידול בהכנסות נבע מגידול במכירות בחנויות בהפעלה עצמית. גידול זה לווה בירידה במכירות לסיטונאים, לאור הגידול בפריסה הארצית של חנויות החברה שנגסו בהכנסותיהם ולאור העדפת הציבור לבצע רכישות בחנויות מותג. כמו כן, ניתן לראות ירידה במכירות החברה באמצעות זכיינים, לאור מדיניותה לטפח את ערוץ המכירות בחנויות בהפעלה עצמית, מדיניות שהקטינה את מספר הזכיינים בארץ.

החל משנת 2004 החברה החלה למכור בחו"ל באמצעות זכיינים, פעילות שתורמת להגדלת הכנסותיה.

להערכת החברה הכנסותיה בארץ צפויות לגדול בכ- 5% - 10% בשנה, במהלך השנים הקרובות ופוטנציאל הצמיחה העיקרי שלה מפעילותה במתכונת הנוכחית צפוי לנבוע מהמכירות בחו"ל.

שיפור בשיעור הרווחיות הגולמית כתוצאה מגידול בהכנסות (יתרון לגודל) שהתאפשר באמצעות תמחור טוב יותר של המוצרים ושיפור ניהול המלאי. שיעורי רווחיות תפעולית קבועים בעקבות קיזוז השיפור ברווחיות הגולמית, על ידי שינוי בתמהיל ערוצי השיווק של החברה.

החל משנת 2002 ניתן לראות גידול בשיעור הרווח הגולמי של החברה. הגידול בשיעור זה נובע מהגדלת הפדיון בכל חנות (same store sales) ומגידול כולל בהכנסות, שהקטין את חלקן היחסי של העלויות הקבועות. על אף השינוי בתמהיל המכירות, שבא לידי ביטוי בהתחלת מכירות בחו"ל, שמתאפיינות בשולי רווח נמוכים יותר של כ- 20%, ניתן לראות גידול בשיעור הרווח הגולמי. נציין כי שיעורי הרווחיות בשנת 2002 נמוכים ואינם מייצגים לאור הורדות מחירים שנבעו מרכישות מלאי בכמויות גדולות, בעקבות הערכת יתר של תקציב המכירות לאותה שנה.

(באלפי ₪) ערוץ שיווק	2005			2004			2003	
	שיעור רווח		רווח גולמי	שיעור רווח		רווח גולמי	שיעור רווח	
	לפני מס	גולמי		לפני מס	גולמי		לפני מס	גולמי
חנויות	11.9%	57%	199,802	6.6%	53%	141,340	10.7%	52%
סיטונאים זכיינים ואחר	14.1%	33%	29,406	26.4%	43%	48,725	15.5%	32%
לקוחות בחו"ל	6.5%	20%	5,994	12.0%	20%	-	-	-
סה"כ	12.1%	50%	235,202	12.1%	49%	190,065	12.4%	45%

הגידול בשיעור הרווח הגולמי של החברה נובע גם משיפורים בניהול המלאי. יכולת זו שיפרה את תמחור המלאי ואספקתו בהתאם לביקושים במקומות השונים. נציין כי אחסנת המלאי במרכז הלוגיסטי בקרית שדה התעופה, צפויה להפחית את עלויות ניהול המלאי. כמו כן, החברה יישמה תוכנית התייעלות בנושא ניהול כוח האדם בחברה.

שיעורי הרווחיות התפעולית של החברה פחתו עם השנים, בעקבות גידול השיווק באמצעות חנויות חלף ערוצי השיווק האחרים. מכירות אלו הגדילו את עלויות דמי שכירות ואחזקה בכ- 14 מיליון ₪ בממוצע, בכל אחת מהשנים 2004 ו- 2005 ובשנת 2004 גדלו הוצאות השכר בכ- 7 מיליון ₪.

ענף האופנה מתאפיין בעונתיות שבאה לידי ביטוי במכירות גבוהות בתחילת החורף והקיץ וכן בתקופות החגים.

סיכון האשראי של החברה נמוך לאור פיזור גדול של לקוחותיה ולאור קבלת ביטחונות מחלק מלקוחותיה הגדולים.

לחברה יש עודפי מזומנים שמוחזקים לצורך פיתוח פעילותה. חלק מיתרות אלו משמשות את החברה לפתיחת חנויות חדשות, להשקעה בהון חוזר ולהשלמת בניית המרכז הלוגיסטי שדורש השקעות נוספות בסך של כ- 30 מיליון ₪. כמו כן, בשנים 2004 ו- 2005 לקחה החברה הלוואות לצורך השקעתם בקרנות נאמנות אג"חיות.

יתרות הלקוחות של החברה לימים 31.12.2005 ו- 31.12.2004 היו 77.7 ו- 80.7 מיליוני ₪ בהתאמה. כ- 30% עד 40% מהיתרות מהוות חובות חברות כרטיסי האשראי. המחאות לגביה בתאריכים אלו היו בסך של כ- 27 מיליון ₪. נציין כי לחברה אין לקוחות מהותיים וכן מספר לקוחות גדולים, משלמים לה בהמחאות של הלקוח הסופי (באמצעות הסבת ההמחאה), כך שסיכון האשראי בגין המחאות לגביה נמוך, שכן ניתן לפרוע את החובות, הן מהלקוחות הגדולים והן מהלקוחות הסופיים. יתרת הלקוחות הפתוחים בימים 31.12.2005 ו- 31.12.2004 הייתה 22 ו- 29 מיליון ₪, בהתאמה, וכנגד חלקם מחזיקה החברה ערבויות אישיות.

לחברה יכולת ייצור הגבוהה מהיכולת המנוצלת בפועל לאור ייצור באמצעות מספר גדול של קבלני משנה ולאור זמינותם.

עיקר ההשקעה ברכוש קבוע כוללת שיפורים במושכר, שכן ברשות החברה אין מקרקעין. השקעה זו צפויה לגדול בכ- 35 מיליון ₪ במהלך שנת 2006, לצורך השלמת התאמת המרכז הלוגיסטי בקרית שדה התעופה, שהושכר לתקופה של כ- 10 שנים עם אופציה להארכת השכירות ב- 5 תקופות נוספות בנות שנתיים כל אחת. מרכז זה מגדיל את קיבולת האחסון של המלאי ביחס למרכז הלוגיסטי הקודם שנוהל על ידה. בנוסף יאפשר לה המרכז החדש להפסיק לשכור מקומות אחסון במחסנים ייעודיים, המנוהלים באמצעות קבלני משנה, ובכך להקטין את עלויות ניהול המלאי ולקצר את שינועו לנקודות המכירה השונות.

כושר הייצור של החברה לא מהווה חסם לפיתוח פעילותה, כיוון שפעילות הייצור נעשית באמצעות עשרות קבלני משנה, שרובם פועלים בסין, וללא תלות במי מהם. בכוונת החברה להרחיב את פעילות הייצור שלה גם באמצעות קבלני משנה בבנגלדש. החברה מייצרת כ- 15% מתוצרתה בארץ על מנת לשמור על גמישות בויסות המלאי בטווח הקצר ואין לה בעיה של מקום אחסון למלאי.

נתונים נבחרים מן המאזן

אלפי ₪	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002
נכסים				
מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים	118,643	107,578	31,240	23,708
לקוחות	77,735	80,732	77,559	77,660
חייבים ויתרות חובה	9,331	7,207	6,944	3,415
מלאי	65,760	65,411	89,984	94,475
רכוש קבוע נטו	68,067	51,440	42,181	31,822
מיסים נדחים	2,864	2,835	2,394	1,579
סך נכסים	342,975	315,203	250,302	232,659
התחייבויות				
אשראי והלוואות מתאגידים בנקאיים	66,001	90,000	40,602	45,929
ספקים ונותני שירותים	22,820	20,318	21,889	21,489
זכאים ויתרות זכות	18,379	19,642	19,401	20,680
התחייבויות בשל סיום עובד-מעביד	9,426	8,954	6,649	4,386
התחייבויות אחרות	1,350	3,614	3,536	981
הון עצמי	224,999	172,675	158,225	139,194
סך התחייבויות והון עצמי	342,975	315,203	250,302	232,659

החברה איתנה פיננסית - טרום ההנפקה הונה העצמי מהווה כ- 64% מהמאזן ולאחריה כ- 53%. לחברה יש מדיניות חלוקת דיבידנד של לפחות 50% מסך הרווח.

נכון ליום 31.12.2005, האשראי של החברה עמד על כ- 66 מיליון ₪, סכום הנמוך ביחס ליתרת המזומנים בחברה, שכן לחברה עודף מזומן על חוב בסך של כ- 53 מיליון ₪, נכון לאותו היום. בעקבות ההנפקה, החוב של החברה יגדל ל- 136 מיליון ₪. בהתאם, נכון ליום 31.12.2005 ההון העצמי מסך המאזן מהווה כ- 64% (בניכוי דיבידנד שהוכרז לאחר מועד הדוח בסך של כ- 10 מיליון ₪) ולאחר ההנפקה יעמוד על כ- 53%.

לדעת מידרוג נכון להיום, החברה איתנה. מידרוג מבססת הערכה זו בהתחשב, בין השאר, ביחס חוב ל-CAP, העומד ליום 31.12.2005 על 23% ובנתוני 31.12.2005 לאחר הנפקת החוב, על 38%. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד העומדת על שיעור מינימאלי של 50% מהרווח השנתי. לחברה יתרת עודפים הראויים לחלוקה בסך של כ- 105 מיליון ₪ (לאחר גריעת דיבידנד שהוכרז לאחר 31.12.2005).

שנה	סכום הדיבידנד ששולם (אלפי ₪)
2005	20,570
2004	20,000
2003	15,736

החברה הנפיקה כתבי אופציה, תוספת המימוש בגינן עומדת על סך כולל של כ- 56 מיליון ₪ ומועד פקיעתן חל ביום 21.8.2006.

השינויים בהון העצמי של החברה במהלך שנת 2005 נבעו מרווחי החברה, מהנפקת מניות בסך של כ- 34 מיליון ₪ ומחלוקת דיבידנד בסך של כ- 21 מיליון. בנוסף, הכריזה החברה על דיבידנד לאחר תאריך המאזן בסך של כ- 10 מיליון ₪. החברה הנפיקה לממורנד כתב אופציה, שנמצא כיום בתוך הכסף, לרכישת 10% מהון המניות של חברה, בסך כולל של כ- 56 מיליון ₪ ואשר מועד פקיעתה חל ביום 21.8.2006. זאת, לאחר הקצאת 10% ממניות החברה במהלך שנת 2005 בתמורה לכ- 30 מיליון ₪ לאותה חברה.

יחסי איתנות עיקריים

באלפי ש"ח	פרפורמזה*	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002
חוב פיננסי	136,001	66,001	90,000	40,602	45,929
מזה זמן ארוך	86,269	16,269	40,441	30,000	6,137
חוב פיננסי נטו (עודף מזומן על חוב)	17,358	(52,642)	(17,578)	9,362	22,221
CAP	358,136	288,136	259,840	196,433	183,544
חוב פיננסי ל-CAP	38%	22.9%	34.6%	20.7%	25.0%
חוב פיננסי נטו ל-CAP	7.2%	Negative	Negative	5.7%	13.9%
הון עצמי לסך מאזן	53.3%	65.6%	54.8%	63.2%	59.8%

* בהנחה שהנפקת חוב בסך של כ- 70 מיליון ₪ הייתה מבוצעת ביום 31.12.2005.

בשנים 2004, 2005 ניתן לראות ירידה חדה בימי המלאי של החברה לעומת השנים 2002 ו- 2003, אשר נובעת מחד מייעול ניהול המלאי ומאידך מהקטנת יתרות המלאי הגבוהות שהחברה החזיקה בסוף שנת 2002, כמפורט לעיל. היחס השוטף והמהיר לא מצביעים על בעיות נזילות לאור היתרות הגבוהות של המזומן וההשקעות הסחירות שמחזיקה החברה.

יחסי נזילות עיקריים

באלפי ש"ח	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002
צרכי הון חוזר	111,627	113,390	133,197	133,381
צרכי הון חוזר להכנסות	23.8%	25.9%	31.4%	37.3%
יחס שוטף	2.96	2.82	3.78	2.43
יחס מהיר	2.24	2.11	2.13	1.28
ימי לקוחות	60.5	67.3	66.7	79.3
ימי ספקים	35.6	33.2	34.2	37.9
ימי מלאי	102.5	106.9	140.4	166.5

יחסי נזילות טובים לאור התזרים הגבוה ורמת החוב הנמוכה אשר משמשת את החברה. צרכי הון החוזר מושפעים מעונתיות.

יחסי הנזילות של החברה טובים, כך ה- FFO של החברה חיובי ולרוב עומד על סך של כ- 40 - 43 מיליון ₪. ההשקעה בהון חוזר תנודתית ותלויה בעונתיות, כך שב- Q1 וב- Q3 בכל שנה החברה נדרשת להשקיע הון חוזר ואילו ב- Q2 וב- Q4 בכל שנה החברה מקטינה את יתרת ההון החוזר. בשנים 2004, 2005 ההשקעה המקסימאלית בהון החוזר הייתה בסך של כ- 26 מיליון ₪ (ב- Q3 לשנת 2005) והתזרים החיובי המקסימאלי שנבע מהון חוזר היה בסך של כ- 29 מיליון ₪ ב- Q2 לשנת 2004. ה- CAPEX של החברה בסך של כ- 16 מיליון ₪ לשנה (במהלך שנת 2005 ההשקעות גדלו לאור המעבר למרכז הלוגיסטי החדש) כך שה- FFO של החברה מצליח לכסות את השקעות החברה. אולם במהלך השנה, נדרשות יתרות המזומנים או הלוואות גישור, שמסופקות על ידי מסגרת האשראי שלה, שעומדת על כ- 117 מיליון ₪, לצורך גישור על ההשקעות התנודתיות בהון החוזר, בנקודות השיא. מסגרת האשראי של החברה משמשת בין השאר למתן ערבויות לספקים, ונכון לאפריל 2006 מסגרת האשראי הלא מנוצלת עומדת על כ- 50 מיליון ₪. בנוסף, התחייבה החברה לעמוד באמות מידה פיננסיות הכוללות: יחס מינימלי של הון עצמי מוחשי לסך מאזן, סולו, בשיעור של 30%, הון עצמי מוחשי מינימלי של 35 מיליון ₪, יחס התחייבויות לזמן ארוך ל- EBITDA שלא יפחת מ- 1:3. נכון ליום המאזן החברה עומדת בכל אמות המידה הפיננסיות.

תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי

באלפי ש"ח	FY 2005	FY 2004	FY 2003	FY 2002
תזרים מפעילות שוטפת CFO	43,419	62,589	43,419	(29,371)
שינויים בהון החוזר	(249)	19,465	2,965	(63,552)
FFO	43,668	43,124	40,454	34,181
תזרים מפעילות השקעה	11,471	(106,565)	(15,225)	(16,770)
מזה CAPEX	(25,013)	(16,825)	(16,173)	(17,224)
מימוש (רכישת) ני"ע סחירים	36,477	(89,998)	0	0
תזרים מפעילות מימון	(11,573)	28,809	(20,662)	33,369
מזה דיבידנד ששולם	20,570	20,000	15,736	26,309
מזה תמורה מהנפקת מניות	33,868	0	0	63,703
FCF	(2,164)	25,764	11,510	(72,904)
FFO-CAPEX	18,655	26,299	24,281	16,957
חוב ל- EBIT	1.18	1.64	0.73	0.86
חוב נטו ל- EBIT	Negative	Negative	0.17	0.42
חוב ל- FFO	1.51	2.09	1.00	1.34
חוב נטו ל- FFO	Negative	Negative	0.23	0.65
חוב ל- FCF	Negative	3.49	3.53	Negative
חוב נטו ל- FCF	Negative	Negative	0.81	Negative
חוב ל- FFO-CAPEX	3.54	3.42	1.67	2.71
חוב נטו ל- FFO-CAPEX	Negative	Negative	0.39	1.31

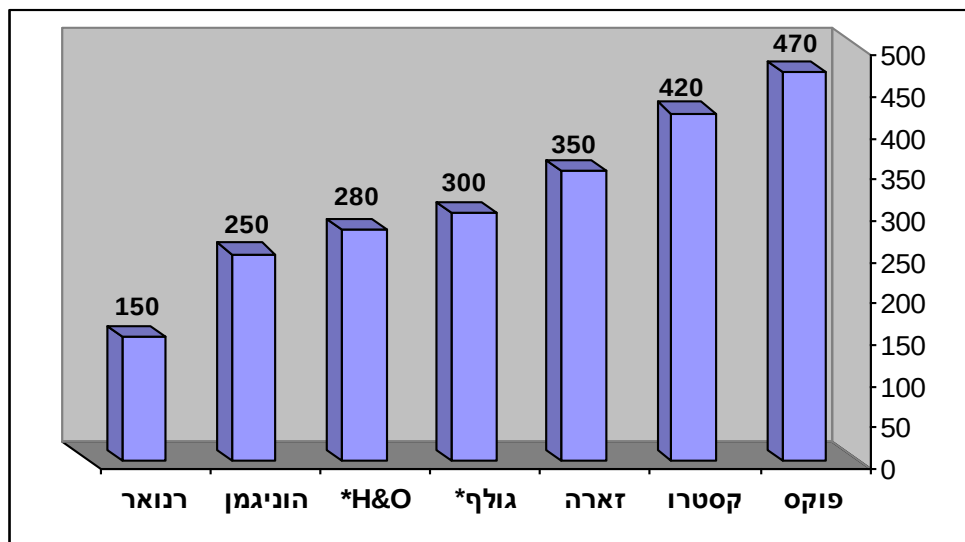
כמפורט לעיל, לחברה יש מדיניות לחלק לפחות כ- 50% מהדיבידנד כל שנה. בהתאם לאמור, יחס החוב ל- FCF עומד על כ- 3-4, ובנתוני פרופורמה¹ היחס גדל משמעותית ל- 15 והחוב נטו ל- FCF יהיה כ- 8.5. על כן, באם התחזית השמרנית תמומש, החברה תממן את החזר החוב באמצעות הקטנת גובה הדיבידנד שיחולק.

¹ בהתבסס על נתוני 2005, בהתחשב בהנפקת חוב בסך של כ- 70 מיליון ₪, ובהשארית עתודות מזומנים לפעילות השוטפת של החברה.

סקירה ענפית: ענף האופנה וההלבשה

ענף הביגוד וההלבשה בישראל מאופיין בסביבה תחרותית בעלת מספר רב של שחקנים

על סמך נתוני BDI, בשנת 2005 נאמד היקף ההכנסות ממכירות בענף הביגוד וההלבשה בכ-6.2 מיליארד ש"ח, זאת בהנחת שיעור גידול זהה לזה של שנת 2004 אשר בה היקף ההכנסות עמד על כ-5.9 מיליארד ש"ח, לעומת כ-5.6 מיליארד ש"ח בשנת 2003. על סמך נתוני הענף לשנת 2004, כפי שנתקבלו מחברת BDI, פועלות בישראל כ-60 רשתות אופנה (מקומיות ובינלאומיות) הפועלות באמצעות למעלה מ-1,100 סניפים, כאשר כלל חנויות האופנה מוערכות בכ-5,000 חנויות. רשתות האופנה המונות למעלה משלושה סניפים מחזיקות כ-25% מנקודות המכירה בענף. להלן גרף המשקף את הכנסות רשתות האופנה המובילות בישראל לשנת 2005 (במיליוני ₪) על פי הערכות BDI:



* הכנסות ממכירת מוצרי הלבשה בלבד

מגמת התחזקות רשתות האופנה על חשבון חנויות אופנה עצמאיות

ענף האופנה מאופיין ברמת תחרות גבוהה אשר התחזקה בשנים האחרונות כתוצאה מפתיחתן של חנויות הנמנות על רשתות בינלאומיות ומכניסתן של רשתות מקומיות. ניתן להבחין במגמת התחזקות של רשתות האופנה על חשבון חנויות האופנה העצמאיות, תוך גידול הדרגתי בהכנסה המצרפית השנתית של רשתות האופנה. **להלן רשימת המתחרים המשמעותיים בענף האופנה בישראל:**

רשתות אופנה בינלאומיות	זארה, מנגו, פול אנד בר, לי קופר, דיזל, Kenvelo, Celio
רשתות אופנה מקומיות	פוקס, קסטרו, הוניגמן, גולף, TNT, H&O, רנואר, קרייזי לין

מגמה זו נובעת בעיקר מהגידול במספר סניפי הרשתות, אשר לרוב ממוקמים במרכזי קניות, וממערב של צרכנים רבים מרכישת בגדים בחנויות אופנה קטנות לרכישה בסניפי הרשתות, כמו גם מאמצים השיווק והפרסום הגדולים על ידי הרשתות.

הקמת תתי רשתות הפונות לפלחי שוק ספציפיים

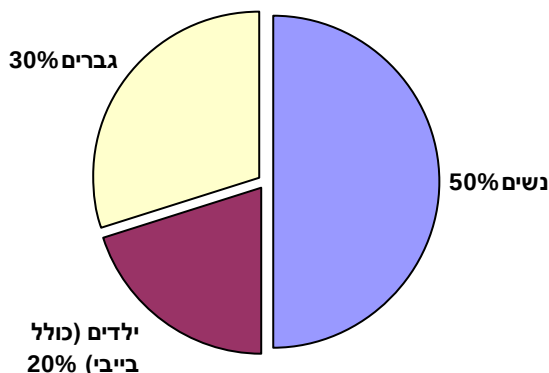
ניתן להבחין במגמה של התמקדות בנישות ספציפיות הפונות לפלחי שוק מסוימים כגון: גברים, תינוקות תוך הקמת תתי רשתות כגון: FOX MEN, גולף קידס, זארה קידס ועוד. להלן פירוט פלחי השוק הקיימים היום בענף:

ביגוד נשים

תחום הביגוד לנשים נחשב לתחום התחרותי ביותר ומאופיין במרכיב גבוה יותר של עיצוב ודיגום, ובשל כך תורם לשולי רווח גבוהים יותר. תחום זה מאופיין במספר רב של מתחרים ביניהם: גולף, זארה, TNT, קסטרו, והוניגמן.

ביגוד גברים

תחום זה מאופיין במיעוט מתחרים, וסביבה תחרותית פחות משל הנשים. פלח שוק זה בעבר סבל ממחסור בהיצע, מה שהוביל להקמת תתי רשתות לגברים על ידי מספר שחקניות בענף. בתחום ביגוד ה- Casual וה- Basic קיימים מספר שחקנים מרכזיים בישראל ביניהם: קסטרו, זארה, רנואר, גולף, פול אנד בר ו-TNT. להלן התפלגות מכירות בענף האופנה עפ"י סוגי שווקים (נתוני BDI):



ביגוד לילדים

ענף הביגוד לילדים אינו מאופיין בתחרות גבוהה וכולל מספר קטן יחסית של מתחרים. הוא מאופיין בעונתיות גבוהה יותר מיתר תחומי הביגוד לנשים וגברים, כשתקופות השיא מתרכזות במספר חודשים קטן. בין המתחרות נמנות: הוניגמן, זארה, גולף וסולוג.

ביגוד תינוקות

ענף הביגוד לתינוקות נחשב לבעל פוטנציאל צמיחה גבוה וזאת מאחר ורמת התחרות בו הינה נמוכה, כתוצאה ממספר מועט של מתחרות העיקריות בינהן: שילב וסריגמיש.

התבססות על ייצור זול במזרח הרחוק הובילה להוזלת מחירי הביגוד

כיום עיקר העיצוב והדיגום למוצרים נעשה בארץ ואילו הייצור מתבצע על ידי קבלני משנה במזרח הרחוק. הורדת המכסים על המוצרים המיובאים מהמזרח הרחוק (ממעל 100% בעבר עד לכ-12% כיום) הביאו להסטת הייצור למזרח הרחוק שהוזילה משמעותית את המוצרים. ירידות המחירים הביאו להגדלת הביקושים לפריטי לבוש ובד בבד גרמו להגדלת כמות מוצרי ההלבשה המיובאים. הביקוש הגובר הניע פתיחת חנויות חדשות כחלק מהתעוררות הכללית שחלה עם הקמת הקניונים ומרכזי הקניות הגדולים. על פי נתוני הלמ"ס ערך היבוא של פריטי הלבשה והנעלה עמד בשנת 2005 על כ-866 מיליון דולר לעומת כ-783 מיליון דולר בשנת 2004, וכ-690 מיליון דולר בשנת 2003.

ענף ההלבשה והביגוד העולמי

בבחינת חברות קמעונאיות בתחום ההלבשה וההנעלה, Moody's בוחנת מספר קריטריונים עיקריים בהם:

- נתח השוק של החברה בהתחשב בחסמי הכניסה לענף, במידת האופנתיות (תלות בטרנדים) של מוצרי החברה וכן בהשפעת העונתיות על דגמי החברה.
- מידת התחרות בענף תוך השוואת מיצוב המותג, שיעורי צמיחה ונתונים פיננסיים בין חברות מתחרות.
- רמה ניהולית של: המלאי, העובדים, ורשת החנויות.
- האסטרטגיה העסקית של החברה כדרך להתמודד ולזהות שינויים בענף, תוך ניצול הזדמנויות.
- נגישות פיננסית למשאבים ויכולת תשלום חובות לספקים ובנקים

מודי'ס מעריכה כי סגמנט זה הינו רגיש לשינויים באופנה וטעמי לקוחות, המשפיעים באופן מהיר יחסית על נתחי השוק של החברות. כמו כן, מודי'ס מייחסת לפעילות זו רגישות גבוהה למצב המאקרו כלכלי (צריכה פרטית, אבטלה וכו') ועל כן בוחנת את החוב פיננסי של החברה כקריטריון משמעותי ביותר בדירוג חברה, המשמש מדד ליכולת החזר החוב של החברה במצב של מיתון כלכלי.

להלן מספר חברות בצפון אמריקה בענף ה- Apparel and shoes המדורגות ע"י Moody's :

Companies	Last Rating	Outlook
TJX companies inc	A3	Negative
Limited Brands	Baa2	Negative
Gap Inc	Baa3	Positive
Ann taylor Inc	Ba2	Positive

להלן השוואת אינדיקטורים מרכזיים של שתיים מהחברות ופוקס:

Company Name	Gap Inc*	Limited Brands**	FOX
EBIT/ Revenues	12.8%	10.9%	11.9%
FFO/ Debt	89.6%	65.9%	66.2%
FCF/ Debt	49.9%	Negative	Negative

Definitions for Credit Statistics (Moody's Ratios):

EBIT : Revenue – Operating Expenses = +/- non recurring charges (gains)

FCF : RCF – increase / +decrease in working capital

השוואה בין חברות דומות בענף

חברת קסטרו מודל בע"מ הינה חברה ציבורית העוסקת בעיצוב, ייצור ושיווק מוצרי אופנה לגברים ונשים. החברה נוסדה בשנת 1973 כאשר החנות הראשונה ברשת נפתחה בשנת 1985. כיום מונה הרשת 112 חנויות מהן 87 בישראל ו- 25 חנויות בחו"ל המופעלות על ידי זכיינים. ייצור רוב המוצרים מתבצע על ידי קבלני משנה בחו"ל כאשר לקסטרו מערך שיווק ולוגיסטיקה תומך במזרח הרחוק (קסטרו אסיה) המשרת את החברה באיתור מקורות רכש, התקשרות עם ספקים ובקרת איכות.

אייץ' אנד או אופנה בע"מ הינה חברה אשר התאגדה בשנת 1992 בשם "המשביר מחסני אופנה בע"מ" אך בשנת 2002, כחלק מתהליכי מיתוג שעברה החברה שונה שמה ל-H&O. ל-H&O שלושה תחומי פעילות עיקריים והם: הלבשה ואופנה לכל המשפחה, כ-76% מסך המכירות לשנת 2005, קוסמטיקה ואחרים אשר היוו כ-15% מסך המכירות והנעלה כ-9% מסך המכירות. H&O מפעילה 29 חנויות בישראל אשר רובן ממקומות ב-Power Centers כחלק מרצון החברה למצב את מוצריה במחירים עממיים. עיקר העיצוב והדיגום למוצרים נעשה בארץ אך הייצור מתבצע על ידי קבלני משנה במזרח הרחוק.

שיעורי צמיחה נמוכים ביחס למתחרות

מהשוואת שיעורי הצמיחה בשלוש החברות ניתן לראות כי בשנתיים האחרונות הציגה פוקס שיעורי צמיחה נמוכים ביחס לשתי מתחרותיה, כאשר בשנת 2005 רשמה פוקס גידול של כ-7% במכירות וזאת לעומת אייץ' אנד או שרשמה גידול של כ-11% וקסטרו שרשמה גידול של כ-13%.

שיעורי רווחיות נמוכים משל קסטרו אם כי פוקס מציגה שיפור משמעותי ברווחיות הגולמית

שיעורי הרווח הגולמי אשר מציגה קסטרו הינם גבוהים ונעים בממוצע סביב 58% עם שיפור מינורי במהלך שלוש השנים האחרונות זאת לעומת פוקס אשר מציגה שיעור רווח גולמי ממוצע של כ-48% אם כי, החברה מציגה שיפור משמעותי ברווחיותה הגולמית החל משנת 2003. שיעורי הרווח תפעולי של פוקס וקסטרו דומים מאחר והאחרונה משקיעה משאבים גדולים יותר בפרסום ושיווק אשר עומדים על כ-9% מסך המכירות לעומת שיעורים נמוכים יותר בפוקס ו-H&O.

פוקס וקסטרו בולטות באיתנות פיננסית גבוהה

האיתנות הפיננסית של החברה ושל פוקס טובה ודומה. במהלך שנת 2005, בעוד החברה גיסה הון עצמי והקטינה את החוב, קסטרו הגדילה את החוב שברובו לזמן ארוך. הן קסטרו והן החברה מחזיקות יתרת מזומנים גבוהה שגדלה במהלך שנת 2005 ביותר מ-30 מיליון ₪ כל אחת. לאחר גיוס החוב על ידי החברה שיעור החוב הפיננסי ל-CAP יגדל ל-43% לעומת 29% בקסטרו. אולם, יתרות המזומנים שבידי החברה יאפשרו לה להגדיל את פוטנציאל הרווחים שלה באמצעות כניסה לעסקאות נוספות.

H&O			קסטרו			פוקס			שם חברה
FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY 2003	FY 2004	FY 2005	באלפי ש"ח
304,267	332,739	370,453	363,704	373,431	421,683	424,539	437,853	469,346	הכנסות
41.5%	40.2%	40.7%	56.5%	57.9%	58.2%	44.9%	49.0%	50.1%	שיעור רווח גולמי
2.6%	3.0%	2.7%	15.2%	13.4%	13.7%	13.1%	12.5%	11.9%	שיעור רווח תפעולי מההכנסות
3.7%	3.7%	3.3%	9.0%	9.4%	8.3%	4.2%	3.9%	3.8%	שיעור הוצאות פרסום
6.1%	6.0%	5.4%	18.2%	16.7%	16.7%	14.4%	14.3%	13.8%	EBITDA להכנסות
1.6%	0.8%	0.8%	הכנסות מימון	הכנסות מימון	הכנסות מימון	0.7%	0.4%	הכנסות מימון	שיעור הוצאות מימון
2,325	4,447	7,277	36,183	31,605	38,854	34,767	34,450	39,026	רווח נקי
0.8%	1.3%	2.0%	9.9%	8.5%	9.2%	8.2%	7.9%	8.3%	שיעור רווח נקי מההכנסות
31,749	36,196	43,473	159,666	182,417	202,665	158,225	172,675	224,999	הון עצמי
18.3%	19.8%	23.4%	61.1%	68.0%	57.5%	63.2%	54.8%	65.6%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
60,300	35,715	38,495	42,565	50,773	82,432	40,602	90,000	66,001	חוב פיננסי
9,552	11,816	8,256	22,142	36,559	55,795	30,000	40,441	16,269	מוזה חוב לזמן ארוך
60,038	35,535	38,280	(37,604)	(2,829)	(33,897)	9,362	(17,578)	(52,642)	חוב פיננסי נטו
67.2%	51.1%	48.3%	21.7%	21.8%	28.9%	20.7%	34.6%	22.9%	חוב פיננסי ל- CAP
0.9	1.0	1.1	2.4	2.7	3.0	3.8	2.8	3.0	יחס שוטף
0.4	0.5	0.5	1.9	2.1	2.3	2.1	2.1	2.2	יחס מהיר
56.7	65.5	56.0	59.1	60.2	60.5	66.7	67.3	60.5	ימי לקוחות
136.6	166.1	140.7	46.5	56.0	47.0	34.2	33.2	35.6	ימי ספקים
141.3	135.4	137.4	93.3	126.1	128.3	140.4	106.9	102.5	ימי מלאי
13.7%	8.2%	11.0%	12.9%	17.8%	21.4%	31.4%	29.8%	23.8%	צרכי הון חוזר להכנסות
12,228	29,090	3,234	31,308	30,158	35,704	43,419	62,589	43,419	תזרים מפעילות שוטפת
14,457	17,416	16,868	43,640	48,155	57,488	40,454	43,124	43,668	תזרים מפעילות - FFO
2,378	5,050	6,224	1,706	12,122	6,036	16,173	16,825	25,013	CAPEX
0	0	0	9,754	9,312	11,773	15,736	20,000	20,570	חלוקת דיבידנד
9,850	24,040	(2,990)	19,848	8,724	17,895	11,510	25,764	(2,164)	תזרים חופשי FCF
יחסי כיסוי									
7.7	3.6	3.9	0.8	1.0	1.4	0.7	1.6	1.2	חוב ל-EBIT
4.2	2.1	2.3	1.0	1.1	1.4	1.0	2.1	1.1	חוב ל-FFO
6.1	1.5	Negative	2.1	5.8	4.6	3.5	3.5	Negative	חוב ל-FCF

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר

סולם הדירוג

Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמש במשתנים המספריים 1, 2 ו- 3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa ועד Caa.
המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת,
המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין
שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CTF0405006070M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.