

פוקס ויזל בע"מ

אופק: שלילי	A1	אג"ח סדרה א'
-------------	----	--------------

התפתחויות עסקיות ופיננסיות עיקריות¹

הצבת אופק דירוג שלילי

מידרוג מציבה אופק דירוג שלילי לאגרות החוב (סדרה א') של החברה, וזאת בעיקר עקב הרעה שחלה ברווחיות בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007, אי צמיחת ההכנסות מחנויות זהות (SSS) וגידול ברמת המלאי. החברה נוקטת צעדים על מנת לשפר את שיעורי הרווחיות התפעולית. להערכת מידרוג, החברה פועלת בסביבה עסקית המאופיינת ברמת תחרות גבוהה אשר עלולה להקשות על שיפור בשיעורי הרווחיות לאורך זמן. העדר שיפור בשיעורי הרווחיות לאורך זמן עלול להוביל להורדת דירוג.

במקביל, רכשה החברה תיק השקעות, אשר מומן באמצעות הלוואה לזמן ארוך מבנק. מידרוג מצינת כי פעילות זו מוסיפה גורם סיכון שאינו בליבה העסקית של החברה. להערכת מידרוג, תיק ההשקעות מאופיין ברמת סיכון בינונית-גבוהה, ובכלל זה השקעות אשר הניבו תשואות שליליות בתקופה האחרונה.

רכישת שליטה בחברות בתחום פעילותה של החברה ובתחומי פעילות משלימים

בחודשים אוקטובר 2006, ינואר 2007 ויוני 2007 השלימה החברה רכישת שליטה של 50% בחברות בילי האוס בע"מ ("בילי האוס"), אשר הינה בעלת זיכיון למכירת ביגוד ומוצרי פנאי וספורט מתוצרת Billabong, חברת ללין נרות וסבונים בע"מ ("ללין"), המפעילה רשת למכירת מוצרי טיפוח, וחברת סאקס. ייצור ושיווק אופנה 3020 בע"מ ("סאקס"), העוסקת בייצור ושיווק אופנה לנשים תחת המותג SACK'S ללקוחות סיטונאיים. תמורת הרכישות שילמה החברה כ-19.5, כ-12.9 וכ-24.6 מיליון ש"ח, בהתאמה. בדוחות הכספיים לרבעון השלישי של שנת 2007 אוחדו נתוני בילי האוס וסאקס בלבד באיחוד יחסי. מטרת הרכישות הינה הרחבת פעילות החברה בתחום פעילותה וחדירה לתחומי פעילות משלימים תוך ניצול הידע והיכולות שצברה החברה למינוף פעילויות אלו.

גידול במספר חנויות הרשת בישראל ובחו"ל

במהלך שנת 2006 ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 הגדילה החברה את מספר החנויות בהפעלה עצמית בישראל מ-156 חנויות ל-176 חנויות. כמו כן, הגדילה החברה את מספר החנויות בהפעלה עצמית ברוסיה, אשר מספרן נכון לסוף הרבעון השלישי של שנת 2007 עומד על 8. במהלך תקופה זו השקיעה החברה כ-27.6 מיליון ש"ח בהקמה, הרחבה ושיפוץ חנויות בישראל.

מחברים:
יובל זינרייך
אנליסט

yuvalz@midroog.co.il

סיגל יששכר
ראש צוות בכיר
i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:
אביטל בר דיין, סמנכ"ל
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

¹ ארועים לאחר תקופת דוח הדירוג הקודם ממאי 2006.

פוקס ויזל: תמצית דוח רווח והפסד

FY 2005	FY 2006	1-9/2006	1-9/2007	אלפי ש"ח ו-%
469,346	572,627	410,426	471,512	הכנסות ממכירות
7.2%	22.0%	21.7%	14.9%	שיעור שינוי בהכנסות
235,202	282,600	199,082	216,075	רווח גולמי
164,925	210,025	149,360	186,371	הוצאות מכירה ושיווק
14,216	17,532	11,806	14,504	הוצאות הנהלה וכלליות
56,061	55,043	37,916	15,200	רווח תפעולי
214	(2,120)	(1,119)	(5,304)	הכנסות (הוצאות) מימון נטו
56,302	53,297	36,867	10,205	רווח לפני מיסים על הכנסה
39,026	39,641	27,774	7,706	רווח נקי
50.1%	49.4%	48.5%	45.8%	רווח גולמי %
11.9%	9.6%	9.2%	3.2%	רווח תפעולי %
8.3%	6.9%	6.8%	1.6%	רווח נקי %

גידול בהכנסות החברה בשנת 2007 הנובע בעיקר מגידול במספר החנויות ומאיחוד יחסי של בילי האוס וסאקס. במקביל, חלה שחיקה ברווחיות הגולמית של החברה

בשנת 2006 ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 רשמה החברה גידול בהכנסות בשיעורים של כ-22.0% וכ-14.9% בהשוואה לתקופות המקבילות בשנה הקודמת. ואולם, הגידול בהכנסות מקורו בעיקר בגידול במספר החנויות של החברה ובאיחוד יחסי של בילי האוס וסאקס ולא בגידול בהכנסות מחנויות זהות (Same Stores) SSS. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 נשחק שיעור הרווח הגולמי לכ-45.8% לעומת כ-48.5% בתקופה המקבילה בשנת 2006. השחיקה בשנת 2007 נבעה ממבצעי מכירות אגרסיביים שנקטה החברה במהלך החודשים ינואר-פברואר ויולי-אוגוסט 2007 על מנת להקטין את רמות המלאי של מוצרי החורף והקיץ. בשנת 2006 נשחק שיעור הרווח הגולמי של החברה 2006 לכ-49.4% מכ-50.1% בשנת 2005.

גידול בהוצאות המכירה והשיווק של החברה במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 שחק את הרווח התפעולי של החברה. גידול בהוצאות המימון בתקופה זו בשל עסקאות הגנה על הדולר הוביל לשחיקה נוספת ברווח לפני מס

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 חלה עלייה בהוצאות המכירה והשיווק של החברה לשיעור של כ-39.5% מההכנסות לעומת כ-36.4% מההכנסות בתקופה המקבילה בשנת 2006 כתוצאה משינוי שיטת התקשרות החברה עם זכיינים. בינואר 2007 חתמה החברה על הסכם הפעלה עם הזכיינים לפיו נקבע כי החברה תשלם לזכיינים תמלוגים בשיעור מסוים מהיקף המכירות בחנות. עיקר השינוי הינו בכך שהמלאי בחנויות הזכיינים יעבור לבעלות החברה והמכירות הקמעונאיות יירשמו כמכירות של החברה. בנטרול השינוי בשיטת ההתקשרות חל גידול של כ-0.6% בלבד בהוצאות המכירה והשיווק כשיעור מהמכירות. הגידול גרם לשחיקה ברווח התפעולי לשיעור של כ-3.2% מההכנסות לעומת כ-9.2% בתקופה המקבילה אשתקד. בנוסף, ערכה החברה במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 עסקאות הגנת מטבע על הדולר אשר גרמו להוצאות מימון גבוהות יחסית ואשר שחקו בשיעור נוסף את הרווח לפני מס של החברה. המשך היחלשות הדולר לאחר דוחות הרבעון השלישי של שנת 2007 צפויה להמשיך ולשחוק את הרווח לפני מס.

פוקס ויזל: תזרימי מזומנים

באלפי ש"ח	1-9/2007	1-9/2006	FY 2006	FY 2005
רווח נקי	7,706	27,774	39,641	39,026
הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בתזרים	17,969	8,273	10,325	4,642
FFO	25,675	36,047	49,966	43,668
שינויים בהון חוזר	(73,393)	(77,394)	(27,470)	(249)
CFO	(47,718)	(41,347)	22,496	43,419
השקעה ברכוש קבוע (CAPEX)	(32,318)	(31,986)	(40,235)	(21,001)
דיבידנד ששולם*	12,873	10,382	20,680	20,570
FCF	(92,909)	(83,715)	(38,419)	1,848

* הדיבידנדים שולמו בגין רווחי תקופות קודמות.

ההרעה ברווחיות החברה בשנת 2007 פגעה בתזרים הפרמננטי FFO וגרמה לתזרים שלילי מפעילות שוטפת CFO. השקעה ברכוש קבוע וחלוקת דיבידנד הרעו עוד יותר את התזרים הפנוי FCF

ההרעה שחלה ברווחיות החברה במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2007 גרמה לירידה בתזרים הפרמננטי של החברה FFO אשר נשחק בכ-10.5 מיליון ש"ח ולתזרים מפעילות שוטפת CFO שלילי. השקעה ברכוש קבוע וחלוקת דיבידנד הרעו עוד יותר את התזרים הפנוי FCF. החברה המשיכה לשמור על מדיניות דיבידנד לפיה היא מחלקת כ-50% מהרווח הנקי הניתן לחלוקה על בסיס חצי שנתי. לאחר תאריך המאזן, בחודש אוקטובר 2007, שילמה החברה דיבידנד של כ-6.4 מיליון ש"ח בגין רווחים שנצברו בחודשים ינואר-יולי 2007. במחצית הראשונה של שנת 2007 הסתכם הרווח הנקי ב-9.4 מיליון ש"ח.

פוקס ויזל: מאזן מאוחד

באלפי ש"ח	30.9.2007	31.12.2006	31.12.2005
מזומנים ושווי מזומנים	20,042	9,794	62,274
ני"ע סחירים	85,733	88,457	77,951
לקוחות	105,720	106,379	96,811
חייבים ויתרות חובה	35,080	20,514	25,960
מלאי	140,859	116,665	84,623
סך רכוש שוטף	387,434	341,809	347,619
תשלומים על חשבון השקעה	-	19,500	-
חייבים אחרים	-	3,493	-
הלוואה לזמן ארוך לחברה באיחוד יחסי	6,591	-	4,422
השקעה בחברה כלולה	12,461	-	-
רכוש קבוע נטו	104,825	76,995	82,162
רכוש אחר נטו	53,827	18,079	34,206
סך נכסים	565,138	459,876	468,409
אשראי מתאגידים בנקאיים	15,246	12,136	8,133
ספקים ונותני שירותים	33,816	37,208	34,216
זכאים ויתרות זכות	24,759	18,448	29,874
דיבידנד לשלם	6,436	10,298	-
הלוואה מאחרים	-	-	3,527
סך התחייבויות שוטפות	80,257	78,090	75,750

המשך הטבלה

31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	באלפי ש"ח
67,286	67,311	68,515	אגרות חוב
9,010	10,998	103,702	הלוואות מתאגידים בנקאיים ואחרים
		7,047	הלוואה מאחרים
362	490	611	התחייבויות בגין חכירה הונית
9,508	10,198	10,900	התחייבויות בשל סיום עובד-מעביד
2,167		2,119	מיסים נדחים
304,326	292,789	291,987	הון עצמי
468,409	459,876	565,138	סך התחייבויות והון

השקעות ברכוש, בחברה כלולה, רכישת מלאי וגידול בחייבים מומנו בהלוואות לזמן ארוך מהבנקים

הגידול בנכסים במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 נבע בעיקר מגידול ברכוש ובמלאי. בנוסף השקיעה החברה ברכישת ללין ובמתן הלוואה לחברה מאוחדת. הגידול בנכסים מומן באמצעות הלוואות לזמן ארוך מהבנקים. לחברה תיק ההשקעות הכולל בתוכו השקעה בשיעור של כ-24.8% באג"ח קונצרני המדורג מתחת לקבוצת ה-A ובאג"ח לא מדורג, וכ-6.6% השקעה במניות. יתרת התיק מושקעת באג"ח קונצרני מדורג בקבוצת ה-A ומעלה (כ-42.1%), באג"ח ממשלתי (כ-20.2%), במזומן (כ-4.0%) ובמט"ח (כ-2.3%). להערכת מידרוג, התפלגות תיק ההשקעות של החברה, הכוללת השקעות משמעותיות באג"ח המדורג נמוך יחסית ואג"ח לא מדורג, אינה תואמת את ליבת העסקים שלה ומוערכת על ידי מידרוג בדרגת סיכון בינונית-גבוהה.

הרעה ביחסי האיתנות והכיסוי

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 נחלש מעט ההון העצמי של החברה כתוצאה מדיבידנד ששולם בסך 12.9 מיליון ש"ח ודיבידנד שהוכרז בסך 6.4 מיליון ש"ח. הירידה נוטרלה בחלקה על ידי הרווח הנקי שנרשם לתקופה זו בסך 7.7 מיליון ש"ח. כשיעור מסך המאזן נשחק משמעותית ההון העצמי לאחר נטילת הלוואות לזמן ארוך על ידי החברה מהבנקים. במהלך שנת 2006 התחזק ההון העצמי של החברה כתוצאה מרווח נקי לשנה בסך כ-39.6 מיליון ש"ח, וכן ב-60.7 מיליון ש"ח בגין הקצאת מניות הנובעות ממימוש אופציה למניות שהעניקה החברה לחברת ממורנד ומהנפקת מניות ללאומי בית השקעות. כמו כן, הופחת ההון העצמי של החברה בשנה זו בגין דיבידנד ששולם. כשיעור מסך המאזן נחלש מעט ההון העצמי לאחר גיוס האג"ח על ידי החברה. החוב הפיננסי נכון ליום 30.9.2007 מסתכם בכ-195 מיליון ש"ח, מרביתו חוב לזמן ארוך בגין האג"ח שגייסה החברה והלוואות לזמן ארוך שנטלה מהבנקים. שיעורי ההון העצמי לסך מאזן והחוב ל-CAP נשחק, וליום 30.9.2007 עומדים על כ-51.7% ו-39.8%, בהתאמה. יחסי הכיסוי השוטפים של החברה הורעו כתוצאה מהלוואות לזמן ארוך שנטלה החברה במקביל לשחיקה ב-FFO.

פוקס ויזל: יחסי איתנות וכיסוי

31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	
65.0%	63.7%	51.7%	הון עצמי לסך המאזן
22.3%	23.6%	39.8%	חוב ל-CAP
2.0	1.8	5.7	חוב פיננסי ל-FFO
*	*	2.6	חוב פיננסי נטו ל-FFO

* עודף מזומן על חוב

גורמים אשר עשויים להשיב את אופק הדירוג ליציב:

- שיפור ברווחיות החברה לאורך זמן
- שיפור פרמננטי ביחסי כיסוי החוב
- המשך הוכחת יכולת צמיחה

גורמים אשר עלולים להוריד את הדירוג:

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

אודות המנפיק

פוקס ויזל עוסקת בעיצוב, ייצור (בארץ ובחו"ל) ושיווק של מוצרי הלבשה לנשים, גברים, ילדים ותינוקות בקו ביגוד בסיסי (Basic – Casual). החברה פועלת באמצעות 184 חנויות בניהולה והפעלתה בארץ ובחו"ל אשר היוו, נכון לשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007, כ-72% מסך המכירות, באמצעות זכיינים בארץ המפעילים כ-13 חנויות והיוו כ-70% מסך המכירות והחל משנת 2004 באמצעות 8 זכיינים בחו"ל המהווים כ-2% מסך המכירות. כמו כן, החברה עוסקת במכירת תוצרתה לחנויות ברחבי הארץ ולגופים מוסדיים ובאמצעות סיטונאים, סך המכירות בערוץ שיווק זה היוו כ-23% בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007. בנוסף, רכשה החברה במהלך התקופה הנסקרת שלוש חברות, מתוכן אוחדו בדוחות 2007 תוצאות שתיים מהן, בילי האוס וסאקס אשר היוו בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 כ-4% מסך המכירות. 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 מרוכזת כל פעילותה. בעלי השליטה במשותף בחברה הינם: ויזל אחזקות א.י.ה בע"מ, המוחזקת על ידי משפחת ויזל, וטריקו פוקס אשר מוחזקת על ידי משפחת פוקס, אשר מחזיקים יחד בכ-59% מהונה המונפק של החברה.

סולם דירוג התחייבויות

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

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 : CTF080208000M

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

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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2008

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 עדכונים או שינויים 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.