

המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ

הערכת שווי ליום 31.12.2018 לצרכי בדיקת צורך בהפרשה לירידת ערך

יאיר שלהב רו"ח

28 מרץ, 2019
מחבר: yair shilhav

המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ

הערכת שווי ליום 31.12.2018 לצרכי בדיקת צורך בהפרשה לירידת ערך

הזמנת העבודה.

התבקשתי בפברואר 2019 על ידי גב' עדי בלומנפלד סמנכ"לית הכספים של המשביר 365 החזקות בע"מ (להלן המשביר 365) לבצע הערכת שווי לחברת המשביר בתי כלבו בע"מ על מנת לבחון ולהעריך האם יש צורך כי המשביר 365 תכיר בהפסד בגין ירידת ערך (IMPAIRMENT) השקעתה במשביר בתי כלבו בע"מ (להלן "החברה") נכון ליום 31 בדצמבר 2018 (להלן "מועד ההערכה") - בהתאם לתקן בינ"ל IAS 36 "ירידת ערך נכסים".

מטרת העבודה.

העבודה בוצעה בהתאם להוראות תקן חשבונאות מספר 36 – ירידת ערך נכסים (להלן: "**IAS 36**" או "**התקן**") על-ידי השוואת הערך בספרים של הנכס הנדון לסכום בר ההשבה שלו, המחייבים להכיר בירידת הערך בכל עת שהסכום בר ההשבה נמוך מערכו בספרים.

עבודתי זו תשמש את המשביר 365 הנהלתה ומבקרי החשבונות שלה וזאת למטרת דיווח פיננסי במסגרת הדו"ח התקופתי לשנת 2018 על פי עקרונות החשבונאות והדיווח הכספי המקובלים בישראל והנדרשים על פי כל דין ובהתאם לתקני החשבונאות הבינלאומיים ובכללם תקן בינלאומי 36 ירידת ערך נכסים או אף תיכלל בדו"ח תקופתי זה. עבודה זו מיועדת למטרה זו בלבד, ולשימושם של הבלעדי של המשביר 365, הנהלתה ומבקרי החשבונות שלה בלבד. עבודה זו מצורפת לדיווח השנתי של החברה לשנה שנסיימה ביום 31 בדצמבר 2018 בהתאם לתנאי אגרות החוב של החברה מסדרות ד' וה'. אין לעשות כל שימוש אחר בחוות דעת זו למעט האמור לעיל, ובכלל זה, לפרסמה או לצטטה במלואה או חלקים ממנה, אין להעבירה לצד ג' כלשהו ללא קבלת אישורי המפורש בכתב ומראש.

הסתמכות על נתונים.

לצורך עבודה זו הסתמכתי על הנתונים הבאים:

-דוחות שנתיים ותקופתיים (כולל דוחות כספיים מבוקרים וסקורים) של המשביר 365 ושל החברה לחמשת השנים האחרונות.

- תקציב החברה לשנת 2019.

-תקציב רב שנתי של החברה לשנים 2019 עד 2023.

-דוחות תקציב מול ביצוע לשנים קודמות.

-נתונים כספיים ותפעוליים אחרים בלתי מבוקרים, ניירות עבודה הסברים, לגבי התוצאות והמצב הכספי בשנת 2018 וליום 31 בדצמבר 2018.

- פרוט והסברי החברה לגבי תכניותיה העתידיות.

-הערכות שווי קודמות שבוצעו לחברה.

-מידע אחר זמין וגלוי לציבור.

לצורך ביצוע העבודה הסתמכתי על מקורות מידע הנראים לי כאמינים, שלמים, מדויקים ועדכניים אולם, לא בדקתי או סקרתי או ביקרתי נתונים אלו ואין לראות בהם ככאלה. עם זאת, ביצעתי מספר בדיקות שונות לסבירות הנתונים והתחזיות. בדיקות אלה כללו, בין היתר, ניתוח דוחות כספיים ומידע פיננסי היסטורי על החברה.

נהלים שבוצעו על ידי.

הנהלים שבוצעו על ידי כוללים, בין היתר, את הנהלים הבאים:

שיחות עם הנהלת המשביר בתי כלבו והמשביר 365 לגבי הנתונים והמידע שהומצא לי.

בדיקות עצמאיות של המשביר בתי כלבו, היסטוריה פיננסית ותפעולית, ניתוח הסביבה העסקית ומיצובה התחרותי של החברה בשוק.

אי תלות.

אני בלתי תלוי במשביר 365 או בחברה או חברה אחרת בקבוצה, כמו כן אני בלתי תלוי בבעלי השליטה או במנהלי המשביר 365 ו/או החברה ו/או חברות אחרות בקבוצה.

שכר עבודתי אינו מתלוי בשום צורה שהיא בתוצאות עבודתי.

לא ביקשתי ולא קיבלתי שיפוי מהחברה בגין עבודתי זו.

אין לי עניין אישי במשביר 365, בחברה או בחברה אחרת בקבוצה כמשמעותו של מונח זה בחוק רואי החשבון תשט"ו 1955 ובתקנות שהותקנו על פיו.

עבודה דומה ביצעתי עבור החברה לפני שנה ולפני שנתיים.

פרטים על ניסיוני והשכלתי המקצועית.

לפרטים על ניסיוני והשכלתי המקצועית ראה נספח א'.

תמצית הממצאים.

שווי הפעילות של המשביר לצרכן בתי כלבו מגיע לסך של 241,637 אלפי ₪, בעוד הערך הפנקסני עולה רק לכדי 107,179 אלפי ₪, כך שלא נדרשת הפרשה לירידת ערך.



יאיר שלהב

רואה חשבון

28.3.2019

1. החברה ופעילותה.

כללי

המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ הינה חברה פרטית בבעלות מלאה של המשביר 365 החזקות בע"מ, אשר הוקמה בדצמבר 2009 לצורך העברת פעילות הקמעונאות בבתי כלבו של המשביר במסגרת רה ארגון שנעשה באותה שנה בקבוצת המשביר. החל מינואר 2010, החברה מפעילה ומנהלת את רשת "המשביר לצרכן", רשת בתי כלבו היחידה בארץ, אשר פעילותה ונכסיה נרכשו על ידי המשביר בשנת 2003 ועוסקת בשיווק ומכירה קמעונאית בישראל של מגוון מוצרים לכל המשפחה.

בעבר מרבית המוצרים המשווקים בסניפי הרשת, שאינם מוצרי קוסמטיקה, נמכרו במודל הקונסיגנציה,¹ דבר שמקטין את רמת הסיכון הגלום בפעילות, אך בו בעת מקטין את רווחיות החברה. יצוין, כי מוצרי הקוסמטיקה נרכשים על ידי החברה, אך יש עליהם זכות החזרה מלאה.

החברה גם מפעילה מחלקות שונות על ידי זכיינים אשר בתמורה שילמו לחברה אחוז ממכירותיהם.

רשת המשביר מעניקה לספקיה זכייניה "במה" בפריסה ארצית לשיווק והפצת מוצריהם תוך ניצול מוניטין מותג קמעונאות "המשביר לצרכן" וכוח השוק שלה.

החברה החליטה לעבור לאסטרטגיה שונה: פחות זכיינים, כך למשל הוחלפה הזכיינות במחלקת ההנעלה בהפעלה עצמית, כך הוחלט על הקטנה של שימוש בעסקאות קונסיגנציה ומעבר לרכישת סחורה בבעלות החברה ודגש על מכירת "מותגים" (מותגי עלית)

נכון למועד הערכה מונה רשת חנויות החברה 38 סניפים בכל רחבי הארץ החולשים על שטח מסחרי של כ-71,400 מ"ר. ברשת מועסקים 1,930 עובדים. בנוסף מועסקים כ-1,450 דיילים.

תחומי פעילות

לחברה ארבעה תחומי פעילות עיקריים:

אופנת הלבשה. מוצרי הלבשה (עליונה ותחתונה) ומוצרי אופנה משלימים לנשים, לגברים ולילדים. מוצרי הלבשה והאופנה מעוצבים ומיוצרים ע"י חברות מקומיות וזרות ונמכרים בסניפי הרשת ע"י עשרות ספקים. בסניפי הרשת נמכרים מותגי הלבשה הנעלה והנעלת ספורט בינלאומיים מובילים לצד מותגים מקומיים.

¹ ספקי הרשת נותרים בעלי הסחורה עד למועד מכירת הסחורה לצרכנים.

מחלקת קוסמטיקה. במסגרת הפעילות בתחום הקוסמטיקה, נמכרים ע"י המשביר בתי כלבו מוצרי בישום, איפור וטיפוח לנשים ולגברים תחת מותגים בינלאומיים ומקומיים מובילים. מוצרי הקוסמטיקה כוללים, בין היתר, בשמים, קרמים מסוגים שונים, דאודורנטים, שמנים, תכשירי טיפוח לשיער ומגוון מוצרי איפור. בנוסף, נמכרים מוצרי נוחות וטואלטיקה, לרבות מוצרי היגיינה ומוצרים לשיער.

מוצרי הקוסמטיקה נחלקים לשני סוגים עיקריים:

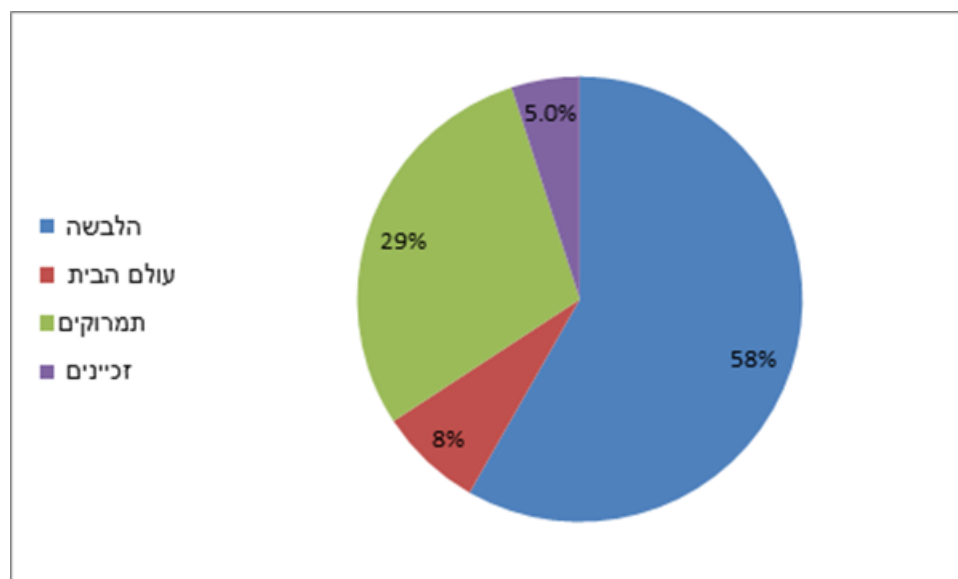
- **מוצרי יוקרה.** מוצרים ייחודיים, ממותגים, מבית היוצר של בתי אופנה עלית וחברות קוסמטיקה מובילות, המשקיעות משאבים רבים בבניית תדמית יוקרתית למוצריהן. מוצרים אלה נמכרים במחירים גבוהים ומשווקים במספר נקודות מכירה מצומצם יחסית, המוכתב ע"י ספקים של אותם המוצרים.
- **מוצרים עממיים.** פונים לקהל הרחב ונמכרים במחירים שווים לכל נפש.

עד לפני כארבע וחצי שנים בוצעה פעילות הקוסמטיקה גם של בתי הכלבו תחת חברת ניו פארם. במטרה לייצר שליטה ניהולית ותפעולית לניו פארם ולמשביר בתי כלבו, כמו גם ערך מוסף, על מנת להכניס משקיעים לכל אחת מהחברות הללו, הופסק הסכם הקצאת שטחי מסחר בין ניו פארם לבין משביר בתי כלבו, והחל מה-1 ביולי 2014, מחלקות הקוסמטיקה בבתי הכלבו עברו במלואם לניהולה ותפעולה של המשביר בתי כלבו, (בשנת 2017 חברת ניופארם נמכרה לשופרסל).

עולם הבית. מגוון כלי בית ומוצרים אחרים תחת מותגים בינלאומיים ומקומיים, כגון: כלי מיטה ומצעים, מגבות וחלוקים, שמיכות, כלי מטבח ושולחן, כלי אמבט ועוד.

זכיינות. חלק ממוצרי הרשת, כדוגמת: מוצרי הנעלה (השתנה בשנת 2017), תכשיטים, שעונים, אלקטרוניקה, אופטיקה ומוצרים לקו הקופות, נמכרים באמצעות זכיינים מתחומים שונים.

להלן התפלגות מכירות המוצרים בשנת 2018:



שיווק ומכירות

מודל השיווק והמכירות של המשביר בתי כלבו נגזר מאסטרטגיה הכוללת לפיה מהווה הרשת "במה" בפריסה ארצית לשיווק ולהפצה של מגוון מוצרים מתחומים שנים, לרבות אך לא רק, מוצרי אופנה ומוצרי קוסמטיקה.

הרשת מקדמת את מותגיה ומוצריה באמצעות שלטי חוצות, שלטים במרכזי קניות, שלטים בסניפי הרשת ובנקודות המכירה, פעילות קידום מכירות, פרסום באמצעי התקשורת השונים (עיתונות, רדיו, קולנוע, טלוויזיה ואינטרנט), חלוקת קופוני הנחה ומבצע והפצת קטלוגים, הנפקת תווי קניה ו-Gift Cards.

לקוחות

קהל היעד העיקרי אליו פונה הרשת הוא נשים וגברים בגילאי 25-55, בעלי הכנסה ממוצעת ומעלה. הרוב המכריע של הצרכנים שרוכשים את מוצרי הקוסמטיקה בנקודות המכירה הן הנשים (כ-74%).

ניתן לסווג את לקוחות החברה ל-3 קבוצות עיקריות:

◀ **לקוחות מוסדיים.** לקוחות שמבצעים רכישות בהנחות בסניפי הרשת במסגרת הסדרים שנחתמו בין הרשת לבין גופים מוסדיים, כדוגמת המשטרה משרד הביטחון וארגון המורים, באמצעות תווי קניה וכרטיסים נטענים.

◀ **לקוחות חברי קלאב 365.** כ 700 אלף לקוחות נאמנים של הרשת העוקבים אחר מגוון מוצריה במהלך השנה ומבצעים רכישות חוזרות תכופות בסניפי הרשת. שיעור הרכישות של חברי קלאב 365 מסך פדיון הרשת בשנת 2018 הסתכם בכ-69.5%.

◀ **לקוחות אקראיים.** המאופיינים כלקוחות שנקלעו לסניפי הרשת במסגרת שוטטות במתחמי הקניות או לקוחות אשר ביצעו רכישה ממוקדת. בשונה מחברי קלאב 365 והלקוחות המוסדיים, לקוחות אלו אינם נהנים מהטבות ייחודיות, אלא מהטבות המוצעות לקהל לקוחות הרחב במועד הרכישה.

עונתיות

תחום אופנת ההלבשה מתאפיין בתנודתיות עונתית מובהקת, כאשר המוצרים מיועדים בעיקר לעונה אחת בלבד ומחזורם מוגבל. המכירות גדלות בעונת חורף קרה (אוקטובר עד דצמבר) ונשחקות בעונת חורף שחונה וחמה.

עולם הבית מתאפיין בתנודתיות מתונה יותר. המוצרים הינם בד"כ רב-עונתיים, כאשר קיימת תנודתיות בתקופות החגים (חגי תשרי ופסח) אשר לקראתן ובמהלכן ניכרת עלייה במכירות.

יוער כי מודל הקונסיגנציה מפחית את הסיכונים הנובעים מעונתיות על תוצאות פעילותה של הרשת.

מכירות בתחום הקוסמטיקה מתאפיינות בתנודתיות עונתית גבוהה, אשר באה לידי ביטוי בעיקר במכירות מוצרי הבישום, המגיעות לשיאן בתקופות החגים (חגי פסח ותשרי) וכן בחג המולד, יום האהבה ויום המשפחה. התגברות במכירות בסמוך לפני עונות החגים (חגי תשרי ופסח), משפיעה על התנודות במכירות בין הרבעונים, זאת בהתאם לעיתוי החגים באותה השנה.

יעדים ואסטרטגיה עסקית

הנהלת החברה הגדירה לעצמה יעדים לביצוע (זהים ליעדי שנה קודמת):

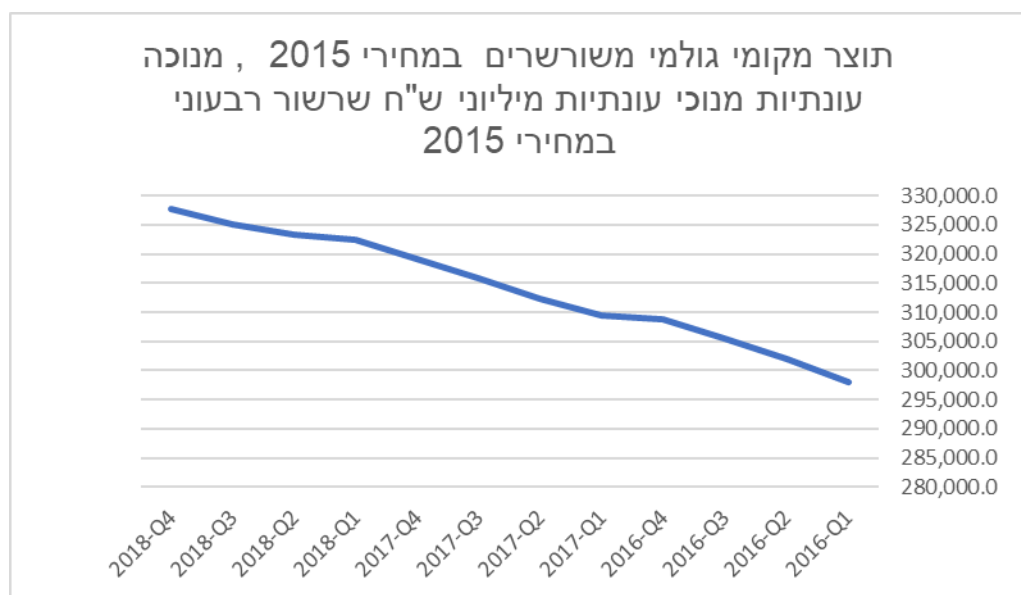
- ◀ **המשך שינוי תמהיל הרכש.** שינוי ואופטימיזציה של תמהיל הרכש הנוכחי במשביר בתי כלבו, על ידי הקטנת רכש מלאי המאופיין ברווחיות גולמית נמוכה והסטה לרכש וקונסיגנציה, דיוק המלאי בנכון בעיתוי המתאים ובכמות הנכונה בתחומים ומוצרים עם רווחיות גולמית גבוהה, פיתוח מותגי בית "מותג פרטי" (privet lable) בתחומים שונים כגון: אופנת גברים, טקסטיל לבית והלבשה תחתונה.
- ◀ **שיפור תנאי הסחר.** המוצרים האמורים לעיל ישפרו להערכת החברה את הרווחיות הגולמית וישלימו את המגוון שמציעה החברה.
- ◀ שיפור חווית הלקוח בסניפים תוך שיפור נראות הסניפים.
- ◀ הקמת אתר אינטרנט בנוסף לשיתופי הפעולה של החברה עם אתרים קיימים.

2. הסביבה העסקית.

סקירה מאקרו כלכלית - כללי

פעילות החברה והביקוש למוצריה מושפעים במידה רבה ממצב המשק. בתקופות שפל ומיתון חל קיטון בהכנסתו פנויה של הציבור והוא מצמצם / נמנע מהוצאות מיותרות בשל אי ודאות לגבי מצבו הכלכלי. כלומר, קיים מתאם גבוה בין מצב המשק למצב הכלכלה הישראלית.

קצב צמיחת התמ"ג נשאר גבוה:

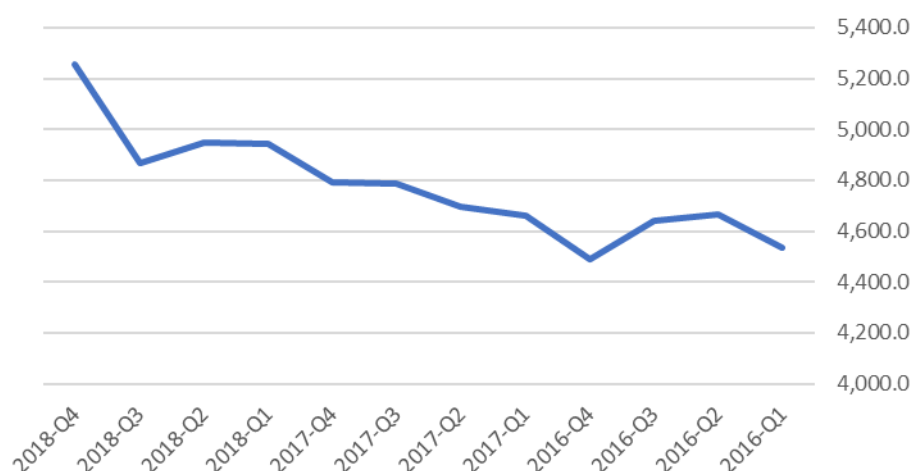


גידול בשיעור של 3.48% בשנת 2017 וגידול בשיעור של 3.34% בשנת 2018.

¹ מקורות: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

הוצאה פרטית להלבשה והנעלה, במגמת צמיחה מתמדת: 18,328.2 בשנת 2016, 18,936.6 בשנת 2017 ועד 20,013.7 מיליון בשנת 2018.

הלבשה והנעלה משורשרים במחירי 2015, מנוכה
עונתיות מנוכי עונתיות מיליוני ש"ח שרשור רבעוני



ענף ההלבשה²

השחקנים העיקרים בשוק: רשתות מקומיות: פוקס, גולף, קסטרו, H&O, המשביר לצרכן ועוד ורשתות זרות: זארה, H&M, מנגו, פול אנד בר, אמריקן איגל. בנוסף מחלקות ביגוד ברשתות המזון, רשתות מקומיות אזוריות. על פי צ'מנסקי שלוש קבוצות האופנה הגדולות פוקס, קסטרו-הודיס, וגוטקס (קבוצת זארה) אחראיות על 30% ממכירות הענף!

גודל השוק

גודל שוק ענף הלבשה והנעלה מוערך בכ-20.0 מיליארדי ש"ח ומאגד בתוכו את מוצרי האופנה והמוצרים הנלווים, כגון: תיקים, ארנקים, אביזרי אופנה וכד'. את הענף בישראל מרכיבות חברות רבות ביניהן רשתות גדולות מקומיות וזרות, רשתות קטנות עם פריסה מצומצמת של מספר סניפים ועסקים משפחתיים ופרטיים. בדומה לענפי מסחר אחרים, במהלך בעשור האחרון נתח השוק של הרשתות הגדולות מצוי במגמת עליה ע"ח החנויות הפרטיות והעסקים המשפחתיים.

² מקור * למ, ס"קטעי עיתונות, BDI, בנק ישראל ובנק לאומי סקירה ענפית – על ענף ההלבשה מספטמבר 2016.

על פי הערכות חברת צ'מנסקי בן שחר, מספר חנויות האופנה עומד על כ-14 אלף מתוכן כ-עשרת אלפים חנויות פרטיות והשאר רשתות. מנתוני חברת צ'מנסקי בן שחר עולה כי שיעור המכירות של הרשתות הבינלאומיות בשנת 2015 היו כ-22% מכלל המכירות בענף, עליה של כ-7% בהשוואה לשנת 2010. מסקר הוצאות משקי בית (2014) ניתן ללמוד כי ההוצאה על הלבשה והנעלה של משק בית בישראל עומדת על כ-3.3% מסך ההוצאות החודשיות. שיעור ההוצאה על הלבשה והנעלה מכלל ההוצאה של משק הבית מצוי ביציבות החל משנת 2000.

כניסת רשתות אופנה בינלאומיות

ענף ההלבשה הינו ענף דינמי שעבר במהלך החמש השנים האחרונות תמורות רבות. כניסת רשתות אופנה בינלאומיות לישראל; כמו גם, השימוש ההולך וגובר ברכישת מוצרי הלבשה באתרי אינטרנט, בארץ אך בעיקר בחו"ל, משפיע מאוד על רמת התחרות בשוק המקומי ומאלץ את החברות המקומיות להתאים עצמן לתנאי השוק החדשים.

מיוגים רכישות

שוק האופנה הפך לשוק של שחקנים גדולים, כאשר השאיפה של חברות האופנה הגדולות היא לחלוש על כמה שיותר מותגים או תחומי פעילות משלימים, למשל: אביזרי אופנה, ולהיות בכל קניון או מרכז מסחרי שנפתח. מנגד, לחברות שיווק האופנה הבינוניות והקטנות קיים קושי לשכור מקום בקניונים, בין השאר, בשל היעדר יכולת לנהל מו"מ על דמי השכירות בקניון (יתרון לגודל) וקבלת מיקומים נחותים. מגמת הקונסולידציה בענף יצרה חמש קבוצות אופנה גדולות ובעלות כח. פוקס, גולף, המשביר בתי כלבו, קסטרו ואלשרד.

קניות מקוונות ורכישות בחו"ל

אחד האתגרים הגדולים שעומדים בפני רשתות האופנה המסורתיות הוא הקניות באינטרנט בדגש על הקניות מאתרים מחו"ל. למיטב ידיעתנו, אין נכון למועד הערכת השווי, נתון רשמי על היקף הרכישות באינטרנט. עם זאת, ממחקרים של גופים שונים שפורסמו במהלך השנה החולפת עולה כי שיעור הצרכנים בישראל אשר משתמשים באתרי האינטרנט השונים לרכישת בגדים הולך וגדל כל הזמן. כך למשל, עפ"י מחקר של חברת eBay ממאי 2016 עולה כי בהשוואה בינלאומית ישראל מובילה ברכישות אונליין וכי כ-91% מהישראלים רכשו בשנה האחרונה באינטרנט לפחות פעם אחת, כאשר רכישות אופנה ביגוד והנעלה הינן בשיעור חדירה גבוה (כ-60%). לדעת עורכי המחקר, הצרכנים תופסים את הרכישות באינטרנט כדרך טובה להתמודד עם יוקר המחיה שכן בדרך זו הם נהנים מחיסכון משמעותי. ממצאי מחקר זה נתמכות במחקר של חברת הייעוץ TASC מיוני 2016 לפיו הרכישות באינטרנט הולכות וגדלות בהתמדה, כאשר הרכישות בתחום האופנה הינן מרכזיות ביותר בהעדפות הצרכנים לרכישת מוצרים מקוונים. להערכת TASC גודל שוק האופנה המקוון הוערך בשנת 2016 בכ-1.7 מיליארד ₪ ובשנת 2017 בכ-2.75 מיליארד ש"ח. שוק האופנה המקוון מובל בעיקר ע"י

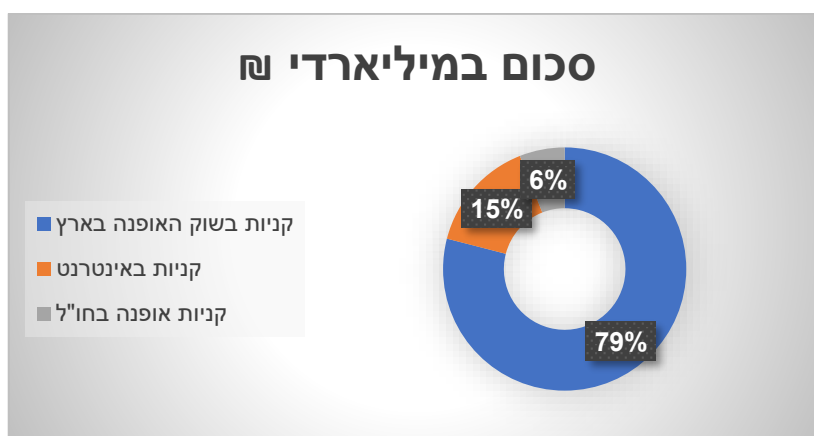
אתרים בינלאומיים (כ-60%), כאשר כ-22% מהקונים באינטרנט מעידים כי הם קונים רק מוצרים מחו"ל. משמע, שחברות האופנה המקומיות מפסידות לקוחות רבים לאתרים בינלאומיים פופולריים. על מנת להתמודד עם התחרות מחו"ל על חברות האופנה המקומיות להשקיע בתשתית אינטרנט שתוכל להציע ללקוחות הצעות אטרקטיביות. להערכת TASC, שוק המסחר המקוון צפוי להכפיל את עצמו עד לשנת 2020.

לרשת המשביר לצרכן בתי כלבו - אין אתר מכירות באינטרנט. בשנת 2018 התקשרה המשביר בתי כלבו עם עזריאלי לשיווק באמצעות ה"קניון" המקוון של עזריאלי.

כחלק מהאסטרטגיה ותוכנית העבודה לשנת 2019, החברה מקדמת הקמת אתר אינטרנט למכירות מקוונות.

אתגר נוסף לשוק האופנה הישראלי מקורו ברפורמת ה"שמיים הפתוחים" שהזילה את מחירי הטיסות לחו"ל. צ'מנסקי מעריכים כי בשנת 2017 ישראלים ביצעו רכישות אופנה בחו"ל בסך של 1.1 מיליארד ₪.

אתגרים אלו השפיעו על רשתות האופנה הישראליות בדרך של שחיקה עקבית ברווח הגלמי שלהן בשיעור של מעל 2% לשנה משנת 2013 ואילך (לפני תוצאות 2016).



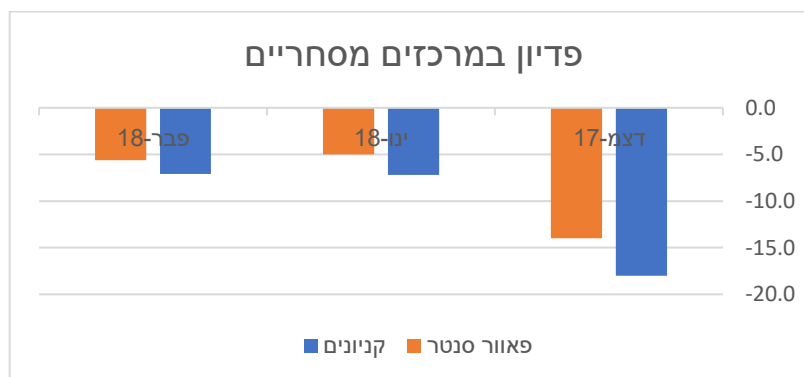
המשך העלאת שכר המינימום

המשך עדכון שכר המינימום בשנת 2017 (פעימה שלישית ב-1.17 ופעימה רביעית ב-12.17) הינו אתגר נוסף לחברות בענף היות ורבים מבין העובדים בענף (מוכרים וקופאים) משתכרים שכר מינימום. לכן, המשך עלייה בשכר המינימום עשויה להגדיל את הוצאות השכר של החברות ולהקטין את הרווחיות.

ניתן לסכם כי רכישות מקוונות בחו"ל רכישות פיזיות בחו"ל כתוצאה ממדיניות שמיים פתוחים עליית שכר המינימום גורמים אלו הכניסו את ענף ההלבשה /אופנה למשבר.

בשנת 2017 ו 2018 קרסו רשתות משמעותיות כמו הוניגמן, יפו תל אביב סליו ורשתות קטנות יותר.

חורף חם בסוף 2017 ותחילת 2018 פגע גם הוא במכירות הענף, השוואה לחודש מקביל בשנה קודמת מצביעה על התוצאות העגומות הבאות:



החורף הנוכחי בסוף שנת 2018 ותחילת שנת 2019 חורף קר ורטוב הינו חורף טוב וחזק לרשתות האופנה.

בתחילת שנת 2018 בוטלו מכסי יבוא ומיסי קניה על מוצרי הלבשה וטקסטיל. דבר שהקל על הסוחרים והרשתות את התחרות ברכישות באינטרנט ורכישות בחו"ל בעקבות מדיניות "השמיים הפתוחים". פטור זה הוארך ב31.12.2018 בשנה נוספת.

ענף הקוסמטיקה³

ענף הקוסמטיקה הישראלי כולל שלושה סוגי שחקנים: יצרנים, יבואנים וקמעונאים. מקטע הייצור מורכב ממפעלים גדולים ומבוססים, לצד מפעלים קטנים חדשים שצמחו בשנים האחרונות.

מקטע היבוא מורכב ממספר יבואניות גדולות, החולשות על מרבית התחום. הענף מאופיין בפעילות יצוא ויבוא ענפה, כאשר הן הייצור המקומי והן היבוא מהווים מקור לכמחצית מהפדיון הענפי כל אחד. מוצרי הענף כוללים גם מוצרי טואלטיקה, ונחלקים לשלושה סגמנטים עיקריים: איפור, בישום וטיפוח. הסקירה שלהלן מתמקדת במכירות לשוק המקומי והיא אינה מתייחסת למכירות בדיוטי פרי.

שחקניות בענף

בענף הקוסמטיקה בישראל פועלות מאות חברות, הנחלקות ליבואנים, קמעונאים ויצרנים. ניתן לחלק את החברות הפועלות הענף לארבע קטגוריות עיקריות:

³ מקור: קטעי עיתונות, דן אבד ברדסטייט, BDI :

- ◀ **יצרנים.** חברות העוסקות בייצור מוצרי קוסמטיקה, כאשר חלקן משלבות בין ייבוא לבין ייצור מקומי.
- ◀ **יבואנים ומשווקים.** חברות העוסקות בייבוא ושיווק מוצרי קוסמטיקה.
- ◀ **רשתות.** חברות המוכרות מוצרי קוסמטיקה, והן מפעילות 3 סניפים ומעלה תחת אותה רשת. הרשתות נחלקות לשני סוגים עיקריים:
 - רשתות מתמחות. רשתות המוכרות מוצרי איפור, טיפוח ובישום בלבד, כגון: רשת חנויות "אפריל" ו"איל מקיאג".
 - רשתות לא מתמחות. רשתות המוכרות, בין היתר, מגוון רחב של מוצרי קוסמטיקה, כגון: רשת חנויות "סופר פארם", "ניו פארם", וה"משביר בתי כלבו". בנוסף, נכללות גם רשתות טיפוח, כגון: "ללין" ו"סבון של פעם" ורשתות שיווק מזון המשווקות מוצרי קוסמטיקה שונים.
- ◀ **חנויות פרטיות.** פרפומריות וחנויות המשווקות מוצרי טואלטיקה וקוסמטיקה.

תחרות

ענף קמעונאות הקוסמטיקה מאופיין בתחרותיות גבוהה, בשל ריבוי החברות הפועלות בתחום הקמעונאי בענף. כמו כן, מרבית החנויות הקמעונאיות מציעות לרכישה מגוון רחב אך אחד למדי של המוצרים בענף.

לרשתות המזון יתרון גודל משמעותי, סניפים ונגישות גבוהה לצרכן, יתרון בכוח קניה מול הספקים בעיקר בתחומי הטואלטיקה, מאידך בתחומי הקוסמטיקה בעיקר היוקרתית שם יש יתרון לרשתות וחנויות הפארם.

שוק הפארם משתנה עם היווצרות לראשונה של תחרות מצד שופרסל אשר רכשה את רשת ניו פארם מידי חברת האם של המשביר בתי כלבו ומיתגה אותה מחדש כרשת מודרנית ויוקרתית רשת "BE".

שיקולי רכישה

להלן שיקולי הרכישה העיקריים המנחים את הלקוח הפוטנציאלי:

- ◀ **מחיר.** לקוחות הענף שמים דגש רב על מחירי המוצרים ועדיפו לרכוש מותג קוסמטיקה הנמכר תחת מבצע או במחיר זול יותר, כל עוד מדובר במוצרים באותה רמת איכות.
- ◀ **איכות.** לקוחות הענף מייחסים חשיבות רבה לאיכות המוצרים שצריכים להיות עמידים ונוחים לשימוש, והם יעדיפו לרכוש מותגים אשר הוכחו ככאלה. מיתוג המוצר ומוניטין החברה ישפיעו על הצרכן בבואו לבחור בין מספר מוצרים ברמות מחיר דומות.

◀ **מיקום.** מרבית הלקוחות יעדיפו לרכוש בחנות הקרובה ביותר למקום מגוריהם או הממוקמת במרכז קניות מסחרי אליו הם נדרשים להגיע למספר מטרות שונות.

◀ **דיול.** ברשתות הפארם דיול הינו פרמטר שיש בו כדי להשפיע על לקוחות המעוניינים לרכוש מוצרים ומותגים חדשים. הדיילות פונות ללקוחות הפוטנציאליים ומציעות להם להתנסות במוצר שבו טרם השתמשו. במידה והם ימצאו מוצר זה תחליף ראוי למוצר בו השתמשו בעבר או שמוצר זה עונה לדרישותיהם, ירכשו הלקוחות את המוצר אותו שיווקה הדיילת.

◀ **חדשנות.** בקבוצת המוצרים הסלקטיביים חדשנות מהווה שיקול רכישה מהותי. לקוחות הרוכשים מוצרים יקרים, מעניקים חשיבות רבה לרכישת מוצר מתקדם, יוקרתי ואופנתי.

נאמנות לקוחות

ענף הקוסמטיקה אינו מאופיין בנאמנות לקוחות. לקוחות הענף יבחרו לקנות בחנות המציעה להם את המחיר המשתלם ביותר למוצר אותו הם מעוניינים לרכוש. כמו כן, הצרכן הישראלי מוכן להתנסות במוצרים חדשים, ולא יהסס לרכוש מותג המתחרה במותג אותו רכש בעבר בשל שיקולי מחיר. במקרים מסוימים לקוחות הענף יבחרו לחזור ולרכוש בחנות קבועה או לרכוש מותג כלשהו מתוך הרגל. עם זאת, קיימת נאמנות לקוחות מסוימת בתחום מוצרי הטיפוח הסלקטיביים, למותגים הנתפסים כאיכותיים יותר. השקתו של מוצר סלקטיבי הנתפס כאיכותי יותר מקודמיו משפיעה על נאמנות הלקוחות.

שיטות שיווק ופרסום

ענף הקוסמטיקה מאופיין כענף עתיר שיווק ופרסום. עיקר פעילות השיווק של החברות בענף נעשית באמצעות פרסום, מבצעים והנחות.

ענף הקוסמטיקה הינו ענף עתיר פרסום. הפרסום מהווה מרכיב מהותי בהוצאות רשתות הפארם.

בנוסף לפרסום מרכיב חשוב הינם המבצעים השונים עם הנחות מיוחדות.

רשת סופר פארם מתמחה בשיטת ה"קופונים" המתפרסמים הן בעיתונים, הן באינטרנט והן אישיים הנשלחים ללקוחות. המשביר פועלת במתן הטבות ומבצעים לחברי המועדונים family 365 ו club 365 ומשיכת חברי המועדונים לביצוע רכישותיהם אצלה.

עונתיות

ענף הקוסמטיקה מאופיין בעונתיות בעיקר בתחום הבישום. בתחומי האיפור והטיפוח אין שינויים משמעותיים בפעילות הענף לאורך השנה.

עיקר פעילות הענף מתרכזת בשתי תקופות החגים המרכזיים בישראל – בחודשים אוגוסט וספטמבר (לקראת חגי תשרי) ובחודשים מרץ ואפריל (לקראת חג הפסח).

בתקופות אלו המכירות גדלות משמעותית. כמו כן חל גידול בהכנסות הענף בתקופת חג הכריסטמס וראש השנה האזרחי.

נקודות מפתח להצלחה

- ✦ **מיקום גיאוגרפי.** על מנת שחנות תמשוך לקוחות רבים עליה להיות ממוקמת במרכז עירוני הומה או במרכז קניות מסחרי אליו מגיעים צרכנים רבים.
- ✦ **מחיר.** על החברות הפועלות בענף להציע מוצרים במחירים זולים יותר או להציע מבצעי הנחות משתלמים יותר במטרה לשמור על קהל הלקוחות שלהן ולהגיע לקהלי יעד חדשים
- ✦ **הרחבת מגוון המותגים.** פיתוח מגוון רחב וייחודי של מוצרים מסייע לחברות השונות לשמור על אטרקטיביות מוצריהן בעיני הלקוחות. כמו כן, החנויות הקמעונאיות פועלות ע"מ להציע מבחר גדול ככל הניתן של מותגים ע"מ שצרכנים לא יאלצו לחפש מותגים מסוימים בחנויות מתחרות.

חסמי כניסה

- ✦ ענף הקוסמטיקה מאופיין בחסמי כניסה גבוהים יחסית, הן בקרב היבואנים והן בקרב הקמעונאים. להלן מספר חסמי כניסה עיקריים לענף זה:
- ✦ **השקעה הונית.** חדירה לתחום קמעונאות הקוסמטיקה מצריכה השקעה הונית גבוהה יחסית לצורך מימון עלויות הקמת שונות, כגון: שכירת נדל"ן, קניית מלאי מוצרים וכן ע"מ לממן הוצאות שוטפות, כגון: העסקת עובדים, תחזוקת הנכסים והוצאות שיווק ופרסום.
- ✦ **תקינה.** חברה המעוניינת לייבא, לייצא או לייצר מוצרי קוסמטיקה נדרשת לוודא שמוצריה עומדים בתקנים של משרד הבריאות.
- ✦ **בלעדיות.** ליבואני ענף הקוסמטיקה בלעדיות על המותגים הם מייבאים.
- ✦ **ריבוי שחקנים ומותגים בינלאומיים.** בענף הקוסמטיקה מאות שחקנים ומותגים ידועים וותיקים. על חברה חדשה המעוניינת להיכנס לענף לשכנע את הצרכנים כי מוצריה עדיפים על פני אותם מוצרים בעלי מוניטין למרות שמוצריה חדשים ולא מוכרים.
- ✦ **התקשרויות עם ספקים מובילים.** יצירת התקשרויות עם ספקים מובילים בקשר למותגים אשר בבעלותם על ידם דורשת מערך שיווק מוכח והיכרות מעמיקה עם הענף.
- ✦ **הקמת מערך תפעול מורכב ומשוקלל הכולל שירותי לוגיסטיקה, מערכות מידע ושיווק מתקדמות וכוח אדם מיומן.**
- ✦ **מאפיין מיוחד של שוק הפארם** הוא הדומיננטיות של "השחקן המוביל" -סופר פארם. דומיננטיות בה מתקשים המתחרים להתמודד.

בסוף שנת 2017 חלו בשוק הטואלטיקה והקוסמטיקה שינויים דרמטיים.

הושלמה מכירת רשת ניופארם לשופרסל. כחלק מתנאי הממונה על ההגבלים חוייבה הרשת למכור חלק מסניפיה לרשת אחרת חדשה. כך, 10 מסניפי רשת ניו פארם נמכרו לאחרים ניסנוב אשר הקימו רשת פארם חדשה רשת "סמארט פארם", רשת זו לא צלחה ונמצאת בהליכי סגירה מתקדמים (כאשר חלק משמעותי מסניפיה נרכשים על ידי רשת סופר פארם...).

שופרסל מיתגה מחדש את הרשת כרשת "BE".

סופר פארם אולי כתגובה ל"רעידת אדמה" זו, השיקה מותג איפור פרטי "MILUCCA" ושוקלת פתיחת חנויות עצמאיות למותג בנוסף שמה דגש על יבוא של מותגים נוספים יוקרתיים באופן בלעדי על ידה. סופר פארם אף צמצמה את מספר דיילות היופי והציאה מהמגוון חלק ממוצרי הקוסמטיקה העממיים אולי כהתמקדות במותג הפרטי לאיפור בהבנה שבפלחים העממיים תתקשה להתחרות מול עוצמתה של שופרסל.

יוקר המחיה, ההבדלים בין מחירי מוצרי טואלטיקה בארץ לעומת מחירים בחו"ל זירז אישור תקנות רגולטוריות שונות אשר מטרתן הורדת מחירים.

השפעתם של כל הגורמים האלה, השינויים הרגולטורים, הקמת הרשת החדשה ובעיקר שליטתו של ענק קמעונאות (שופרסל) ברשת הפארם שקנה וניצול יכולותיו וכוחו הרב טרם באו לידי ביטוי בשנת 2018 וניתוח השפעתם על השוק בשנת 2019 מאתגרת.

גורמי סיכון ואי וודאות עיקריים

הערכה כלכלית אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים וגורמי סיכון מוגדרים, תוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע זה. נקודת המוצא לתחזיותינו הינה טיטת הדו"ח הכספי ליום 31 בדצמבר 2018. על פי נתוני החברה שהוצגו בפנינו, עולה כי גורמי הסיכון ואי הוודאות המרכזיים בפעילותה הינם:

- ▶ **מצב כלכלי.** לרמת התעסוקה במשק ולמשתנים מאקרו כלכליים אחרים, כגון שיעורי צמיחה, זיקה מהותית לתוצאות פעילות החברה, באמצעות השפעתם על הביקוש למוצריה, שחלקם מוצרי מותרות. האטה כלכלית בשווקים הריאליים והפיננסים בעולם בכלל ובישראל בפרט, עשויה להוביל לירידה בביקוש למוצרי החברה וכתוצאה מכך להוביל לירידה בהיקף הכנסותיה ולפגיעה בתוצאותיה.
- ▶ **מצב גיאוגרפי-פוליטי.** שינוי לרעה במצב הגיאוגרפי-פוליטי עשוי לצמצם את משך שהותו של ציבור הצרכנים בקניונים ובמרכזים מסחריים הומי אדם מחשש לפיגועי טרור ולפגוע בהיקף מכירות חנויות רשת המשביר בתי כלבו.

◀ **המשך העלאת שכר מינימום.** המשך העלאת שכר המינימום עלולה להשפיע על תוצאותיה העסקיות של הרשת ולגרום לשחיקה ברווחיות.

◀ **ריבוי מרכזי מסחר.** התחרות בין מרכזי מסחר מבוקשים, בעיקר קניונים הנמצאים בקרבה גיאוגרפית, גורמת לקיטון המכירות בסניפי הרשת הנמצאים במרכזי מסחר סמוכים.

◀ **תחרות.** הרשת פועלת בתחום תחרותי המאופיין בריבוי מתחרים, לרבות רשתות בינלאומיות, מקומיות וחנויות עצמאיות. החרפת התחרות עלולה להשפיעה לרעה על תוצאותיה הכספיות של המשביר בתי כלבו.

רכישות באינטרנט- לפי הערכות (סקר דה מרקר) כ-14% מרכישות האופנה בארץ נעשות באמצעות האינטרנט. בעולם מדובר על שיעור הנע בין 15%-20% כלומר שיעור הרכישות מחו"ל באינטרנט צפוי לעלות. לחברה עדיין אין פלטפורמת מכירות עצמאית באינטרנט.

שמיים פתוחים- הוזלת הטיסות והפיכתן נגישות כמעט לכל אחד והוזלת חופשות בחו"ל ביחס לחופשות בישראל מחזקת את מגמת הרכישות בחו"ל ומקטינה את הביקוש בארץ. רשת "פרימרק" מוכרת בארץ לא פחות מרשת המשביר ומרשתות אופנה אחרות...

ההיקף המשמעותי של מכירות ההלבשה מתוך מכירות החברה (כ-47%) חושף את משמעות הסיכון הנובע מהתפתחות והעמקת המגמה של רכישות באינטרנט בעיקר מספקי חו"ל (NEXT כדוגמא) והשפעת מדיניות השמיים הפתוחים המוזילה באופן מאוד משמעותי את הטיסות בחו"ל מאפשרת המרת חופשות בארץ בחופשות בחו"ל בעלות פחותה ומאפשרת בכך רכישות פיזיות בחו"ל (פרימארק כדוגמא). עיקר הסיכון כאן הוא פגיעה בהיקף המכירות מחד ושחיקה משמעותית של כ-2% לשנה בשיעור הרווח הגולמי בתחום ההלבשה. הסיכון כאן הוא במעין "תנועת מספריים" הן על נפח המכירות והן על הרווחיות הגלומה בהן.

היקף המכירות של הקוסמטיקה (כ-30%) חושף את החברה לסיכון בהיקף המכירות הן כתוצאה מרכישות באינטרנט בחו"ל, פיזית בחו"ל או בדיוטי פרי כתוצאה ממדיניות השמים הפתוחים, הן כתוצאה מתחרות גוברת ברשתות המזון הגדולות, והן לתחרות מצד ה"שחקן" המוביל בשוק- סופר פארם והתחזקותו של שחקן אחר "BE".

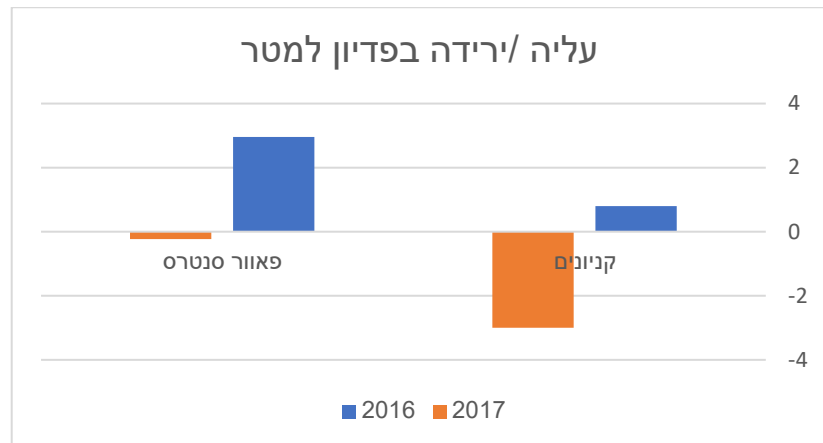
רכישות במרכזי קניות ביחס לרכישות בקניונים-

לחברה ישנה חולשה נוספת הנובעת מכך שהיא כמעט ואינה נוכחת במרכזי קניות פתוחים- "פאואר סנטרס". מרכזים אלו בדרך כלל פתוחים בשבתות ואילו חנויות החברה סגורות בדרך כלל בשבת ולפיכך בעלי מרכזי הקניות, שמרכיב מהותי מהכנסתם נובע מפדיון החנויות ומעוניינים בתנועת קונים (TRAFFIC) גבוהה במרכזים שלהם, אינם מעוניינים להכניס את חנויות החברה למתחמים שלהם.

כחלק ממיקוד הצרכנים בגזרת המחיר חלה בשנת 2016 הטיה לטובת מרכזי קניות פתוחים ביחס לרכישה בקניונים. במרכזי קניות פתוחים חל גידול בשיעור של 3%

במכירות למ"ר לעומת 0.8% בלבד בקניונים, בשנת 2017 הפדיון למטר בקניונים ירד בשיעור משמעותי של 3% ואילו במרכזי קניות פתוחים הירידה בפדיון למטר הגיע רק ל-0.23%.

"הציבור מחפש היום יותר ויותר את המחיר, ומרכזי הקניות הפתוחים מציעים תמהיל שכולל הרבה חנויות דיסקאונט - הן בתחום האופנה וההלבשה לכל המשפחה והן בתחומים אחרים", מסביר תמיר בן שחר, מחברת הייעוץ צ'מנסקי בן שחר. "גם הרשתות עצמן מעדיפות לפתוח יותר חנויות במרכזים הפתוחים ולא בקניונים, בשל השכירות ודמי הניהול הנמוכים יותר".



רשת המשביר אינה ממוקמת כלל בפאזר סנטרים אלא בקניונים דווקא ולפיכך היא בין הנפגעות משינוי מגמה זה. רשת המשביר בעיקרה אינה פועלת בשבת דבר המקשה עליה את הכניסה לפאזר סנטרס.

המשביר בתי כולבו בתווך שבין משביר בתי הכולבו בארה"ב ומשביר ענף ההלבשה בישראל.

רקע -אופנה בישראל.

בתחילת חודש פברואר 2018 הכריז מנכ"ל ובעל השליטה ברשת קסטרו כי הם נמצאים במלחמת "הישרדות".

קודם לכן בראשון לנובמבר 2017 רשת סליו נכנסה ל"הקפאת הליכים"

רשת "FOREVER 21" סגרה את רוב סניפיה והשאירה שני סניפים בלבד.

בתאריך 14.1.2018 ברשת "מיש מיש" -הוגשה בקשת פירוק על ידי העובדים לאור אי קבלת שכרם.

בתאריך 13.2.2018 נכנסה רשת "יפו תל אביב" (הסרביל המנומר של עדן בן זקן ב 30 שקל...) ל"הקפאת הליכים".

יום לאחר מכן בתאריך 14.2.2018 נכנסה גם רשת "הוניגמן" להקפאת הליכים, בסופם קרסה באופן סופי ופורקה.

רשת "ספורט ורטהימר" אשר קרסה בנובמבר 2015 ונמכרה, במרץ 2016 נסגרה שנית וסופית באוקטובר 2018.

רשת מתאים לי (ML) אופנה למידות גדולות מצויה בקשיים כספיים קשים וחשבונה הוגבל. (במועד סיום כתיבת עבודה זו נודע כי גם חברה זו הוכנסה להקפאת הליכים).

רשת "רמי לי" נסגרה בדצמבר 2018.

רשת "MAUSNER" נסגרה גם היא בדצמבר 2018.

בינואר 2019 קרסה רשת "זברה" והגישה בקשה להקפאת הליכים.

גם רשת SKETCH נסגרה בינואר 2019.

ענף האופנה בישראל נתון בצומת דרכים מהמכריעים בתולדות הענף.

אירועים אלו שמתרכזים כולם בסיומה של שנת 2017 ובשנת 2018 כולה (עם גלישה לתחילת שנת 2019) מביאים לידי השלמה תהליך ממושך שהחל תקופה ארוכה קודם לכן, אבל צבר באופן ברור את ה"מסה הקריטית" במהלך שנת 2018.

אירועים אלו הינם בהשפעה ישירה של מעבר משמעותי לרכישות אופנה באינטרנט ובמדיניות "השמים הפתוחים" והוזלת הטיסות לחו"ל וכתוצאה רכישת אופנה בחו"ל.

על פי נתוני צ'מנסקי בן שחר סה"כ קניות אופנה במשק הישראלי הסתכמו בשנת 2017 לסך של 19 מיליארד ש"ח, מתוכם 2.9 מיליארד רכישות הרשת (באינטרנט) ו-1.1 קניות בחופשות בחו"ל. כלומר כ-21% מרכישות האופנה של הצרכנים הישראלים "זלגו" החוצה. שינוי זה כשלעצמו מחייב התייחסות אחרת לבחינת התחרות ושוק האופנה כולו.

אולם זה לא נעצר כאן. המשמעות העמוקה יותר של שינוי דרכי והרגלי רכישת האופנה על ידי הצרכנים הוא בצורך בשינוי תכופ ומהיר יותר של הקולקציות, הצרכנים התרגלו לדפדף באתרים השונים בדקות ספורות של פנאי (וגם במהלך שעות העבודה..). והתרגלו לראות קולקציות חדשות לאתרים אין אפשרות ל"שעמם" את הגולשים בקולקציה שאינה משתנה, כך הצרכן הורגל לקולקציות משתנות במהירות רבה יותר מה שגורר התיישנות אחרת (מהירה יותר) של המלאי. במקביל למונח "fast food" נוצר מונח חדש "fast fashion".

שנת 2018 מסמנת בבירור כקוו פרשת המים, ענף האופנה של 2019 ואינו הענף שהיה עד כה.

רקע- בתי כלבו בעולם.

רשת BHS התמוטטה בשנת 2016, רשת GORDMANS קרסה במרץ 2017, רשת BON*TON קרסה בפברואר 2018, רשת SEARS קרסה באוקטובר 2018, JCPENNEY, נדמה שנמצאת לקראת קריסה גם היא, גם רשת House of Fraser הודיע על סגירת 31 חנויות, רשת Debenhams סוגרת 10 חנויות.

מאמרים מתפרסמים בעניין בתי הכלבו כגון:

Why we no longer love department stores

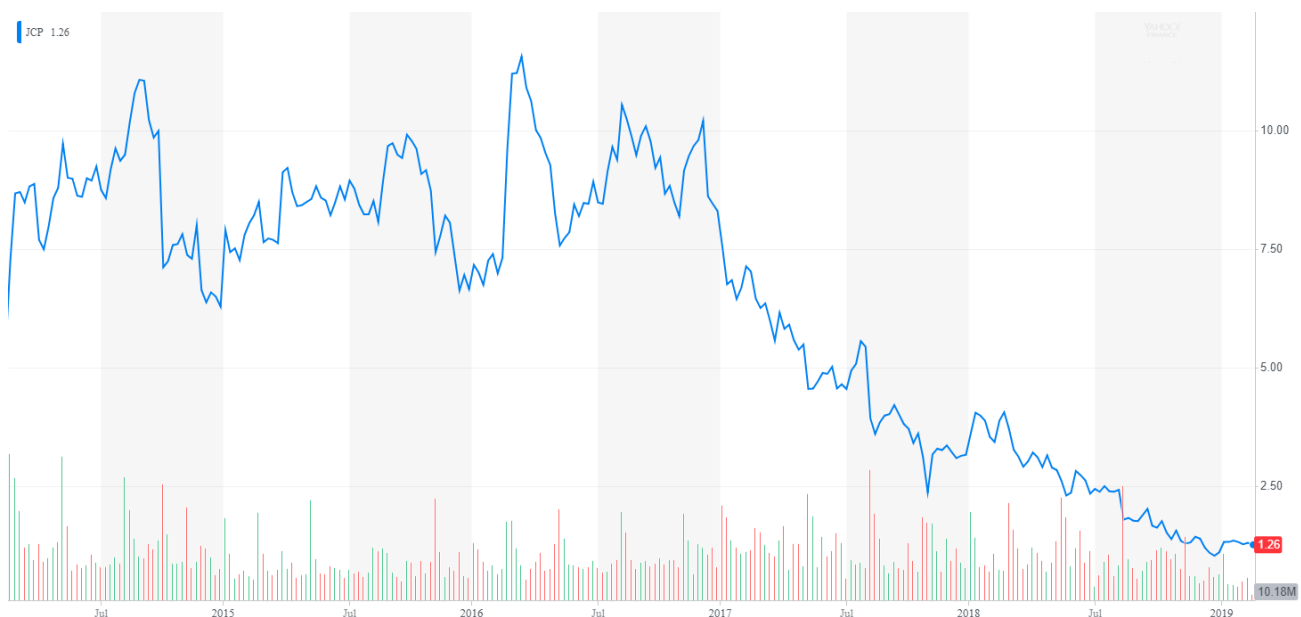
או

Here's What's Wrong With Department Stores

רשתות [Macy's](#) ו [Kmart](#) הודיעו וביצעו סגירת עשרות רבות של חנויות.

ביטוי למשבר זה ניתן במחיר מניות בתי הכלבו:

מחיר מניית J.C.Penny ירד על פני חמש שנים ממחיר של 8.68 (ביום 3.3.14) למחיר של 1.26 ביום 18.2.2019.



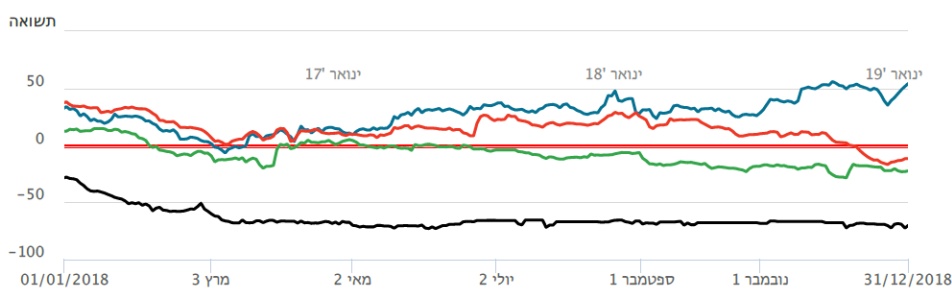
מחיר מניית MAY'S ירד מ 58,050 (ביום 3.3.2014) למחיר של 24,895 (ביום 18.2.2019). ומייסד נחשבת לספינת הדגל היותר מוצלחת.



המשביר בתי כלבו נמצאת בתוך שבין משבר שוק האופנה בישראל ומשבר בתי הכלבו בעולם.

תנועת מספריים זו של משבר האופנה בישראל המהווה מגזר מרכזי בפעילות המשביר בתי כלבו מצד אחד והקשיים של בתי כלבו בעולם מצד שני, גוזר לדעת גורמים בשוק ההון המקומי את גורלה של המשביר בתי כלבו.

המשביר 365 החזקות מחזיק גם במשביר טכנולוגיות וכן במועדון 365 ו-50% במועדון 365 פיננסים (ב-50% האחרים מחזיק ימות בית), אולם נוכח מהותיות החזקות במשביר בתי כלבו אולי ניתן לאמוד את ציפיות השוק מתוך מחירי מניית המשביר 365 החזקות בע"מ.



329.2	10 060	13 670	771.1
204.1	7072	10 620	508.1
72	4849	7046	322

ניתן לראות כי מניית המשביר משתרכת מאחורי מניית רשתות האופנה האחרות. גרף מחירי מניית המשביר על פני שלוש שנים .



כך להשוואה מחיר מניית המשביר היה 346.9 ב-1.1.2015, מחירה היה רק 190.2 ב-1.1.2018 והוא ירד עד כדי 73.2 ביום 31.12.2018.

הנהלת החברה בדעה כי הנתונים פועלים לטובת החברה דווקא:

"המשביר לצרכן היא רשת בתי כולבו היחידה בישראל כאשר היקף מכירות שלה בשנה מעל 1.3 מיליארד ש"ח הרשת פועלת מיקום המדינה כ-70 שנה.

ברשת 39 סניפים הפרושים לכול אורך מדינת ישראל, ממוצע הכנסות היומי של לקוחות לסניפי הרשת הוא 62 אלף איש. לרשת יש מגוון רחב של מחלקות כגון קוסמטיקה, טקסטיל בית, אופנת נשים, אופנת גברים, ילדים, נעלים, הלבשה תחתונה, ספורט, תכשיטים ועוד.

המשביר מביאה מותגים בינלאומיים בבלעדיות מחו"ל כגון פונט רומא, מורגן, פרומוד, דברד, אוקידי, אוביאס, כאן המקום להזכיר כי זארה התחילה את דרכה בארץ בסניפי המשביר, יש הרבה מותגים בינלאומיים אשר מעוניינים להיחשף לשוק בישראל אבל לא רוצים להשקיע ולפתוח סניפים ברחבי הארץ.

בשנים האחרונות בתי כולבו עברו מתיחת פנים החברה זיהתה גידול בביקושים לתחום הספורט ולכן מחלקות הספורט הורחבו לדוגמא אם לפני שנתיים –שלוש התחום מכר כ-50 מ' ש"ח בשנה כיום המכירות הם כפול. היתרון של בתי כולבו זה היכולת להגדיל / להקטין מחלקות מפסידות וגם בהתאם למגמות ואו עונות השנה (בחורף מעילים בקיץ בגדי ים).

לרשת בתי כולבו יש מועדון חברים נאמן אשר משלם 100 ש"ח (מקבלים 50 ש"ח בקניה) **כול שנה** כיום יש 680 אלף בתי אב חברי מועדון בשנת 2006-2007 כשהמשביר הפכה להיות חברה ציבורית במועדון היו 220 אלף בתי אב.

כמו כן טוענת החברה כי "יש מספר בתי כולבו בעולם אשר נמצאים בקשיים כגון מייסיס אבל לעומתם יש מספר בתי כולבו מוצלחים כגון TJ MAXX. בנספח ד' מובאת התפתחות מחירי מניית כולבו זה ורשימת בתי כולבו משגשגים על פי מיטב ידיעת החברה.

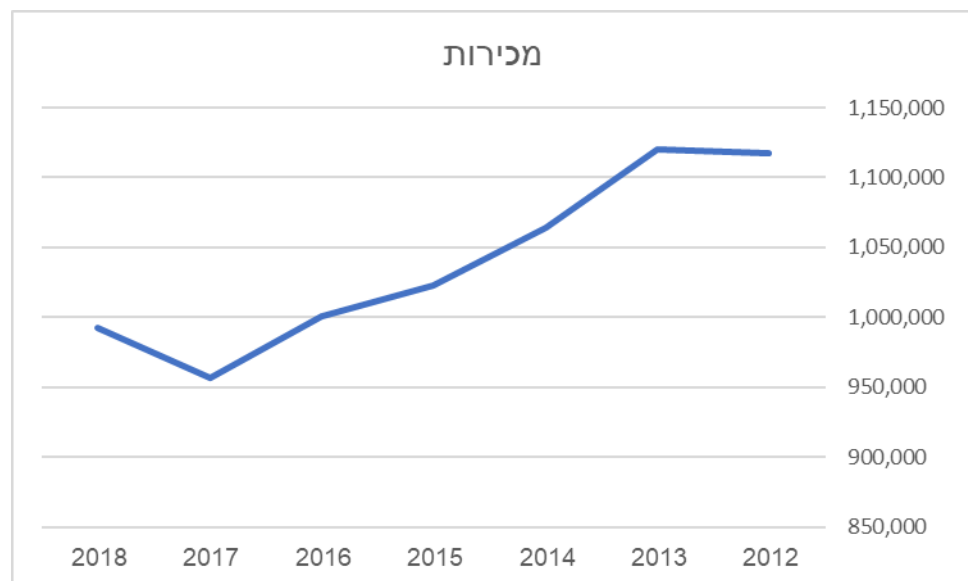
3. תוצאות הפעילות העסקית.

בשנים קודמות, עד למחצית שנת 2014, החברה הפקידה את מחלקת הטואליטיקה/קוסמטיקה בידי חברת ניופארם. לאחר מכן החזירה את השליטה במחלקה זו לידי החברה אשר על כן "תיקנתי" את הדוחות לאותן שנים כדי לעשותם ברי השוואה לדוחות השנים הבאות, בדרך של הוספת תוצאות מחלקה זו לדוחות אותן שנים.

2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
992,138	956,727	1,000,756	1,022,399	1,063,716	1,120,076	1,117,436	מכירות
395,493	377,094	402,072	414,661	438,013	408,678	469,156	רווח גולמי
5,187	-7,777	17,253	5,271	10,927	25,459		רווח מפעילות (לפני דמי ניהול לחב אם)
							אחוזים:
3.70	-4.40	-2.12	-3.88	-5.03	0.24		צמיחת המכירות
4.88	-6.21	-3.04	-5.33	7.18	-12.89		צמיחת הרווח הגלמי
39.86	39.42	40.18	40.56	41.18	36.49	41.99	אחוז הרווח הגלמי
							אחוז רווח מפעילות (לפני דמי ניהול לחב אם) ממכירות.
0.52	-0.81	1.72	0.52	1.03	2.27		

(אלפי ₪)

ניתן לראות הרעה מתמשכת כמעט בכל הפרמטרים עד וכולל שנת 2017 ושיפור בשנת 2018:

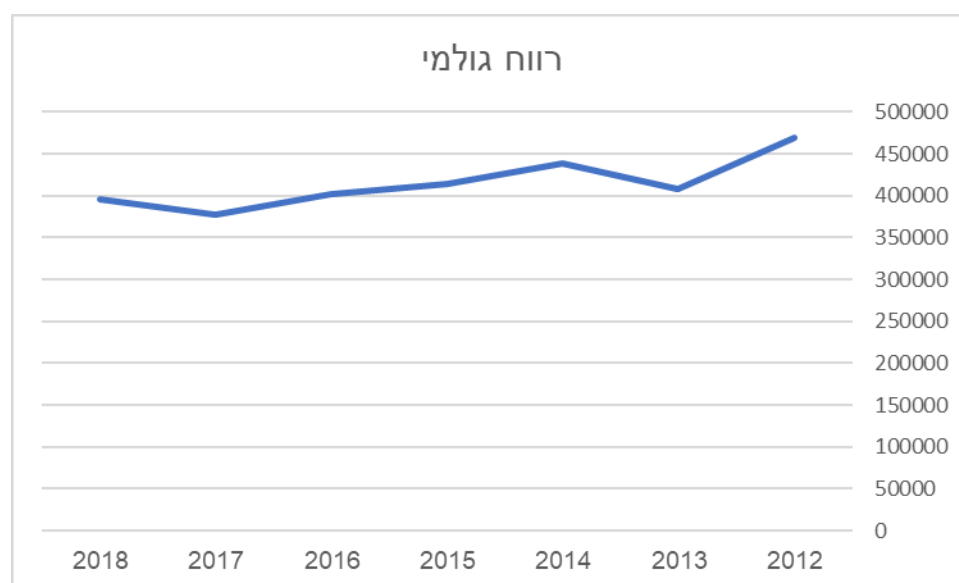


החל משנת 2013 החברה מייצרת ירידה מתמשכת בהיקף הכספי של המכירות בשיעור של כ 4% בשנה ובשנת 2017 4.4% כל זה לעומת גידול בהכנסות מחנויות זהות בשיעור 3.7% בשנת 2018.

ישנה ירידה מתמשכת (למעט בשנת 2014 -שבחלקה מהווה "תיקון" של ירידה בשיעור חריג של אחוז הרווח הגולמי בשנת 2013) בשיעור הרווח הגולמי הממוצע של החברה, אולם בשנת 2018 שיעור הרווח הגולמי עלה בכמעט חצי אחוז ל-39.86%:



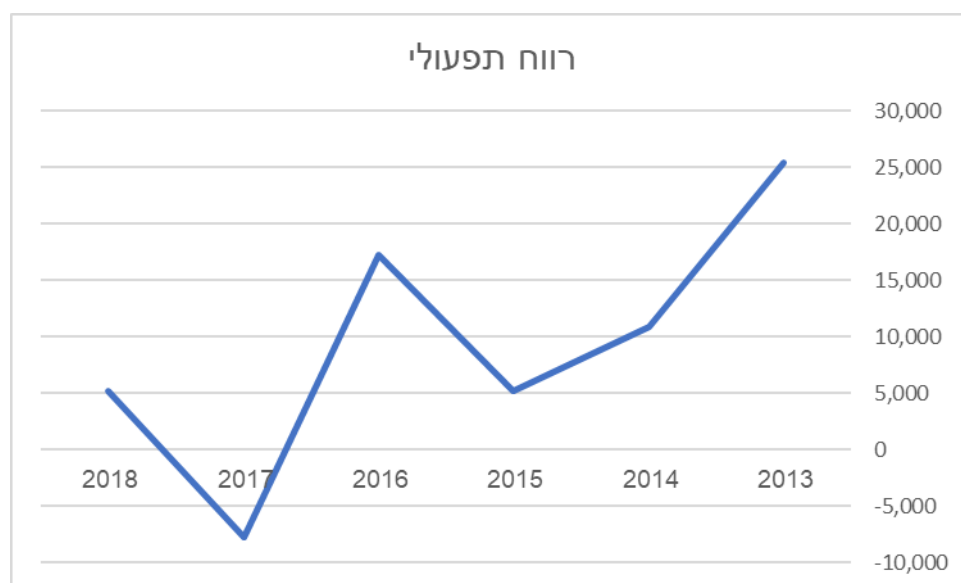
"תנועת מלקחיים" זו מצד אחד קיטון מתמיד בהיקף המכירות ומצד שני שחיקה עקבית ומתמשכת באחוז הרווח הגלמי גרמה לקיטון עמוק יותר ברווח הגולמי ואולם בשנת 2018 ניתן לראות ניצני היפוך, גידול במכירות ובשיעור רווח הגולמי הממוצע.



אם ננסה ל"נרמל" את עקומת הרווח הגולמי ו"לתקן" את הירידה החדה ברווח הגולמי בשנת 2013 והתיקון החלקי בשנת 2014, נגלה קיטון עקבי ברווח הגולמי **עד שנת 2017**, בשיעור שנתי של כ- 3.75%. החברה סיפקה הסברים שונים חלקם חיצוניים ("אקסוגנים") לירידה זו כגון השפעות "צוק איתן" ועוד, עם זאת לא ניתן להתעלם מהעובדה שבמשך 4 שנים בעקביות ישנה פגיעה וירידה ברווח הגולמי.

בשנת 2018 ישנו גידול הן באחוז הרווח הגלמי והן בסכומו. אולי זו תחילת "סיבוב מסלול האוניה" ראשית הנבת פירות למהלכים אותם מבצעת החברה: שינוי בהרכב המכירות ובמותגים ובצורת רכישת המוצרים והתייעלות בניהול שטחי המסחר הגדלת/ הקטנת שטחי מחלקות ועוד. יתכן וגם ביטול מכס ומיסי קניה על טקסטיל והלבשה (ואולי גם פיגור מחירי השוק אחר עדכון זה) תרמו לשיפור חשוב זה.

לכאורה, המגמה הקבועה של ירידה שנתית בשיעור של 3.75% במכירות וברווח הגולמי, אמורה הייתה לקבל ביטוי חריף יותר ברווח התפעולי, אולם בפועל התוצאה הייתה שונה:



נראה שניתוח אמיתי של התוצאות מתחיל דווקא מהגרף ה"תזזיתי" של הרווח התפעולי: "צלילה בשנים 2013-2015, זינוק בשנת 2016 ושוב צלילה ב-2017 וזינוק בשנת 2018".

ישנם שני מרכיבים אשר צריך לנתח על מנת להבין פער זה: הוצאות פרסום והוצאות שכר הכלולות בהוצאות המטה.

בהוצאות השכר הכלולות בהוצאות המטה בשנת 2018, ישנו קיטון של 1.37 מיליון ₪. קיצוץ בהוצאות מטה אלו התאפשר כתוצאה מהקצאת זמן ניהול של מנהלי המשביר 365 החזקות לטובת בתי הכולבו לאחר מכירת חברת ניופארם, ובעקבות כך חסכון בכוח אדם ניהולי ברשת בתי הכול בו. מאידך בעוד בשנת 2017 לא חויבה החברה בדמי ניהול לחברה האם הרי בשנת 2018 החיוב בסך 3,322 דמי ניהול לפחות בעיקרו מחליף את הוצאות כוח האדם במטה אשר נחסכו כלומר בפועל עלויות הניהול והמטה עלו ב 2 מיליון ₪. למרות גידול זה בשכר הניהול ומטה החברה עברה לרווח תפעולי ושיפרה את התוצאות הכספיות.

בתקציב החברה העתידי מוערך סכום החיוב בכ 5.4 מיליון ₪. בהמשך אבדוק האם מלוא סכום זה צריך להיות משויך לחלק התפעולי או סכום אחר הגבוה או נמוך ממנו.

הרכיב השני הינו הוצאות הפרסום:

ניתוח סעיף הפרסום על פני שנים מעלה שוני ב"השתתפות" מועדוני 365 ופיננסים בהוצאות הפרסום של החברה.

שנה	2015	2016	2017	2,018
פרסום ברוטו	32,614,070	31,588,648	31,983,072	31,998,321
השתתפות מועדון	4,855,000	13,718,164	14,500,000	13,603,188
השתתפות פיננסים	2,900,228	4,394,424	7,669,706	8,888,544
פרסום נטו	24,858,842	13,476,060	9,813,366	9,506,589
אחוז פרסום ממכירות	3.19%	3.16%	3.34%	3.23%
אחוז השתתפות מועדון	14.89%	43.43%	45.34%	42.51%
אחוז השתתפות פיננסים	8.89%	13.91%	23.98%	27.78%

בעוד "מועדון פיננסים" זוהי חברה בהחזקה של 50% בלבד של בעלת השליטה (היתרה בידי יינות ביתן), הרי שהשתתפות מועדון 365 בהוצאות הפרסום הינן תלויות בבעלת השליטה בלבד. שוחחתי עם החברה ועם רואי החשבון המבקרים שלה ואני מבין ומסכים שמועדון 365 נהנה באופן משמעותי מפרסום שהחברה נשאה בו בנוסף על ההנחות שנתנה לחברי המועדון, אולם אין בידי כלים לנתח ההשתתפות החריגה בשנים 2016-2018 (אציין עוד כי השתתפות מועדון 365 בהוצאות הפרסום בשנים 2012-2014 לא עלתה על 2 מיליון ₪). בשנת 2017 החברה הקטינה את הוצאות הפרסום נטו בכ 3.7 מיליון ₪ ביחס לשנת 2016 אולם קיטון זה נובע מהשתתפות מאסיבית גוברת והולכת של המועדון 365 וכן של מועדון פיננסים בהוצאות הפרסום, השתתפות החברות הקשורות בהוצאות הפרסום גדלה בכ 4 מיליון ₪ בשנת 2017 ביחס לשנה קודמת. בשנת 2018 היה גידול נוסף אם כי לא משמעותי בהשתתפות המועדונים בהוצאות הפרסום אולם היה שינוי בחלוקה הפנימית בין השתתפות מועדון פיננסים (גדלה) להשתתפות מועדון 365 (קטנה).

לשני רכיבי הוצאות אלו מחייבים אם כך התייחסות בנפרד בעת בניית תחזית תזרים המזומנים העתידית של החברה.

לסיכום :

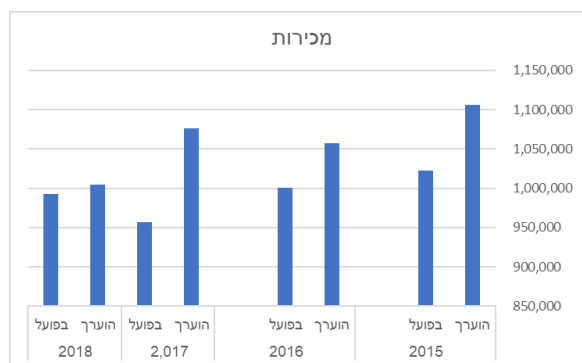
בשנת 2018 ישנו שיפור ביחס לשנת 2017 בשלושה פרמטרים חשובים מכירות, אחוז רווח גולמי ממוצע ורווח גולמי.

אני מתייחס לשיפור האמור כ "ניצני" שינוי במסלול או כסנונית אשר כולם מקווים כי מבשרת את בוא האביב. זאת כול עוד החברה לא חצתה את "אבני הדרך" הבאים: סכום המכירות של החברה הגיע ל- 992 מיליון ₪ ולא חצה את רף המיליארד ₪ (בו הייתה לאחרונה בשנת 2016), שער הרווח הגולמי של החברה עלה מ-39.42% בשנת 2017 ל-39.86% בשנת 2018 אולם לא הצליח לחצות את רף ה-40% אותו השיגה לאחרונה החברה בשנת 2016 וסכום הרווח הגולמי לא עבר את הסכום של 400 מיליון אותו השיגה בשנת 2016. ובכל זאת אין להתעלם מכך ששנת 2018 אכן מהווה שינוי מגמה כפי שאכן מעריכה החברה.

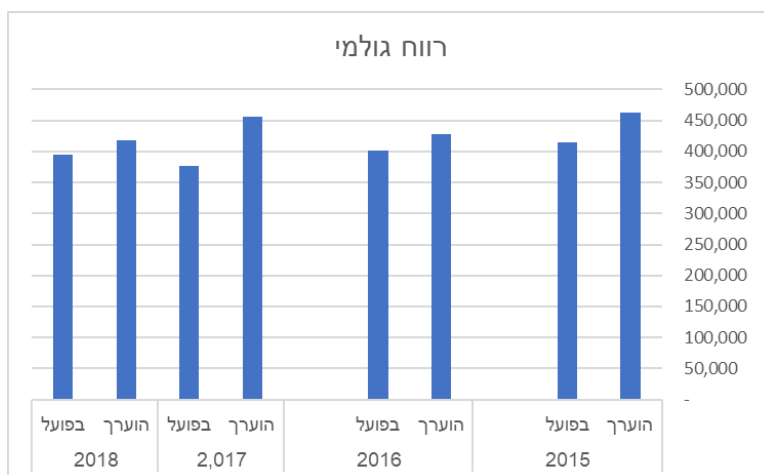
4. השוואת אומדנים בעבר.

היסטוריית החברה בכול הנוגע לאמידת תוצאותיה העתידיות אינה מין המשובחות. בכל אחת מהשנים האחרונות החברה לא הצליחה לעמוד באומדניה היא, עם זאת בשנת 2018 ניכר קירוב משמעותי באומדני החברה ביחס לתוצאות בפועל וזאת בהשוואה לסטיות בשנים קודמות.

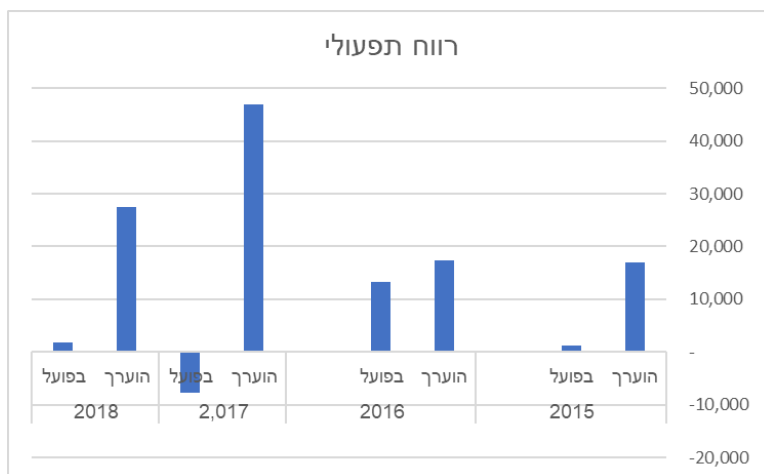
כך באומדן המכירות: (אלפי ₪)



כך באומדן הרווח הגולמי: (אלפי ₪)



וכך ברווח התפעולי: (אלפי ₪)



לחברה היו סיבות שונות להסבר סטיות אלו כגון השפעת מבצע "צוק איתן", החולשה הבולטת בענף האופנה והלבשה ותשומת הלב הניהולית אשר הוקשה לעסקת מכירת ניו-פארם.

מבנה ההון: עד למכירתה של חברת ניו פארם בסוף שנת 2017, הורגש לחץ פיננסי על החברה. המימון הזר של החברה היה "דק" יחסית, לאחר מכירתה של ניו פארם על ידי המשביר 365 החזקות, מימון החברה נעשה כולו (למעט יתרה זניחה אשר טרם נפרעה משנים קודמות של הלוואות מבנק) מהלוואות חברת האם ומאשראי ספקים. התחייבותיה השוטפות של החברה בניכוי חובות לחברה האם ולצדדים קשורים עומדים על 276 מיליון ₪, לעומת נכסים שוטפים כולל מלאי 291.7 מיליון ₪ אולם ערך המלאי מתוך סכום זה הוא 159 מיליון ש"ח.

ליום 31.12.2018 לחברה הון עצמי של 31.3 מיליון ₪ אשר נושא מאזן של 472.7 מיליון ₪ יחס של 6.6% בלבד! המימון העיקרי של החברה הוא על ידי ספקיה, וכן כאמור, חברת האם בהלוואות בעלים. עם זאת מבנה הון זה מקשה על החברה לבצע פעולות מקיפות לשינוי בהתנהלות כגון: הגברת רכישות מלאי על חשבון שיטת הקונסיגנציה, הכנסת מותג פרטי ועוד.

א. **הנהלת החברה:** שדרת הניהול בחברה רועננה, מר רמי שביט מבעלי השליטה בחברה נטל בשנת 2015 את מושכות הניהול בפועל לידיו, שנת 2018 היתה השנה הראשונה בה אכן רמי שביט היה פנוי באמת לנהל את החברה. אולי לכן ניצנים ראשונים נראים בשנת 2018 עם שינוי כיוון במגמה מירידה לגידול במכירות, ברווח הגולמי ובשיעורו.

נוכח מכלול הגורמים האמורים לעיל קיימים הפרשים שאינם זניחים בין אומדני החברה לגבי תוצאותיה העסקיות בשנים הבאות לבין האומדנים השמרנים יותר, על בסיסם נבנית הערכת שווי זו.

ההבדלים האמורים בין אומדני החברה להנחות בעבודה זו מתומצתים בטבלה הבאה:

	2023	2022	2021	2020	2019	
תחזית החברה						
הכנסות	1,159,444	1,135,455	1,110,181	1,085,251	1,056,651	
רווח גלמי	484,648	474,620	464,056	453,635	439,108	
רווח תפעולי	38,882	35,923	32,497	29,074	21,663	
תחזית בהערכת שווי זו						
הכנסות	1,056,717	1,041,101	1,025,715	1,010,557	1,013,214	
רווח גלמי	430,612	421,646	412,850	409,275	404,730	
רווח תפעולי	32,041	23,865	15,767	12,798	1,457	

5. הנחות המודל.

בבניית תזרימי המזומנים החזויים לצורך הערכת השווי בשיטת DCF השתמשתי בהנחות העיקריות הבאות, המתומצתות בטבלה להלן:

2024 ואילך	2023	2022	2021	2020	2019	
1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	-0.26%	6.67%	גידול מכירות %
41.00%	40.75%	40.50%	40.25%	40.50%	39.95%	רווח גולמי %
3.66%	3.03%	2.29%	1.54%	1.27%	0.14%	רווח תפעולי %

שעור גידול המכירות אשר הונח הינו בשיעור קבוע של 1.5% (קטן משיעור הגידול באוכלוסייה), שיעור זה מתוקנן בעקבות פתיחת שני סניפים צפויה בשנת 2019 סניפים אשר פתיחתם מובטחת לאור השקעות אשר בוצעו בהן וחזוי שכירות חתומים. וכן בגין סגירת סניף בשנת 2020. פתיחת וסגירת סניפים זו נלקחת כמובן בחשבון בחישוב אומדן הוצאות המכירה הנהלה וכלליות.

שיעור הרווח הגולמי אשר הונח עולה על פני השנים מ 39.95%, שיעור אשר בעבר החברה הייתה מעליו ובשנת 2018 הייתה מאוד קרובה אליו שיעור רווח גולמי זה, יעלה בהדרגה לאורך שנות המודל עד לשיעור של 41.0%.

שעורי הרווח הגולמי וגידול המכירות קבועים לאורך כול שנות המודל הראשונות (עד וכולל 2020), התוצאות השונות המופיעות בטבלה לעיל הנן בעקבות כניסת חנויות חדשות בשנת 2019 ויציאת חנות אחת בשנת 2020.

הרווח התפעולי מבוסס בעקרון על רמת ההוצאות בשנת 2018 ובהתאמה להיקף המכירות היכן שרלוונטי. (שכר מרכיב הבנוס לפי מכירות, עלויות סליקת כרטיסי אשראי, אריזות וכו').

כללי החשבונאות מתייחסים למצב נפוץ בו בעלי נכס מממנים חלק מעלויות שיפוץ סניף בעת כניסה לסניף חדש או במועד הארכת וחידוש שהסכם שכירות של סניף קיים הזקוק לשיפוץ, בתמורה דמי השכירות בעתיד יהיו גבוהים יותר בגין מרכיב החזר עלות השתתפות המשכיר בשיפוץ. החשבונאות מתייחסת לכך מנקודת ראות כלכלית ודורשת לראות בהשתתפות המשכיר מעין הלוואה ובחלק מדמי השכירות החזר הלוואה. הערכת שווי בשיטת ה DCF בודקת את תזרימי המזומנים ועל כן נכון לצורך זה לבדוק את הוצאות ההשקעה (capex) נטו לאחר השתתפות המשכיר ואת הוצאות שכר הדירה -ברוטו כולל מרכיב החזר "השתתפות המשכיר" בעלות השיפוצים.

כך שכר הדירה נקבע על פי התשלומים הצפויים ברוטו, השקעות חושבו על פי ניתוח צפי הוצאות לשנת 2019 בפועל בניכוי השתתפות משכירים וצפי עתידי.

הערכת שווי זו שנעשת לצורך בדיקת ירידת ערך השקעת המשביר 365 החזקות בחברה, נעשת בהתאם לתקן חשבונאות בינ"ל IAS 36, לפיכך אינו לוקח בחשבון השקעות צפויות בסניפים חדשים ובמקביל אינו לוקח בחשבון את הגידול בהכנסות

וברווח כתוצאה מאותם סניפים, כל זה למעט סניפים אשר קיימים לגביהם הסכמים חתומים או שפתיחתם מובטחת מסיבה אחרת.

לשתי הוצאות הכלולות בהוצאות הסניפים ובהוצאות המטה אתייחס בנפרד:
הוצאות פרסום.

הוצאות דמי ניהול לחברה האם.

הוצאות הפרסום: השנתיים האחרונות מראות על התקבעות הוצאות הפרסום בגובה של 32 מיליון ₪, וכן על הוצאות נטו לאחר השתתפויות בסך של 9.5 מיליון ₪.

לאחר שבחנתי את ההשתתפויות המועדונים אני מעריך את הוצאות הפרסום בעתיד כדלהלן:

רכיב	אחוז	לתחשיב
עלויות פרסום	100%	32,000
השתתפות מועדון	33%	10,560
השתתפות מועדון פיננסיים	25%	8,000
סך הכל		13,440

הוצאות הפרסום תשארנה קבועות לאורך שנות המודל (לא ראיתי שהחברה מקטינה את הוצאות הפרסום שלה). אחוז הוצאות הפרסום מתוך המכירות ילכו ויקטנו עם צמיחת המכירות.

בחברה בוחנת הכנסת שותף למועדון 365 כך שבבסיס המועדון יעמדו מספר קמעונאיות וספקיות שרות אחרות כתוצאה תרומת הפרסום בחברה למועדון עומדת על שליש.

דמי ניהול: בעוד שעד שנה קודמת מטה חברת האם עסק בעיקר בניהול ומכירת ניו פארם וחברות אחרות במהלך שנת 2018 החל מטה חברת האם להקדיש את עיקר זמנו ומרצו לחברה. לפיכך נכון משנה זו להקצות עלות לשווי ניהול זה. למעשה נדרש להעריך מה מתוך דמי הניהול (בשנת 2017 לא חויבו כלל על ידי חברת האחזקות) מהווה הוצאה אמיתית ומה מתוך דמי הניהול הוא "מעין דיבידנד".

לאחר בחינת עלות שכר הנהלת חברת האם ויחוס החלק היחסי המתאים לדעתי מהקצאת זמנם בין המשביר בתי כול בו לחברות האחרות בקבוצה הערכתי את שווי עבודתם (במונחי השכר הנוכחי שלהם) ב 3,380 אלפי ₪ לשנה. (משלא נלקח בחשבון בעבודה זו הגידול הצפוי על ידי החברה במכירות וברווח, אלא, עליה מתונה מאוד בהם, לא נלקח בחשבון הבונוס הכלול בתקציבי החברה לנושאי משרה אלו ולאחרים למעט מרכיבי שכר עובדים התלוי במכירות).

הקצאת שכר מטה חברת ההחזקות לחברה נעשה כדלהלן:

עלות שכר	מנכ"ל
85%	משנה למנכ"ל
85%	וכספים
	משנה למנכ"ל
100%	תפעול
	וסניפים
100%	מנהלת נכסים
	מנהלת רכש

6. חישוב מחיר ההון.

הערכת השווי לתום שנת 2018 נתקלת בקושי בלתי צפוי: המשביר בתי כלבו ממומנת בהלוואות מחברת האם ולמעט יתרה קטנה והולכת ושאינה משמעותית בתום השנה של הלוואות בנקאיות ישנות (שנפרעה כולה בינואר 2019) לחברה אין מימון זר במובן המלא של המילה.

מצב זה מעמיד שאלות תיאורטיות לא פשוטות בפני מעריך השווי.

השיטה בה נקטתי וביצועה מפורטים במלואם בנספח ג' להערכת שווי זו.

בחישוב מחיר ההון נלקחו הפרמטרים הבאים:

חישוב מחיר ההון (WACC):

7.28	ריבית על חוב (צמודה)
0.2542	משקל חוב
0.7700	1-T
1.42	מרכיב חוב
1.26	ריבית חסרת סיכון (צמודה)
0.95	בטא ממונפת
6.94	פרמית סיכון
7.83	מחיר הון לפני תוספות ספציפיות
3.40	תוספת בגין גודל
	תוספת בגין אי סחירות
3.00	תוספת סיכון מיוחדת (פיננסי)
14.23	מחיר הון עצמי
0.7458	משקל
10.61	מרכיב הון
12.04	מחיר הון משוקלל WACC

הנתונים נלקחו ברובם מ-DAMODARAN.

ריבית על החוב 0536 ממשלתי צמוד מח"מ 13.46

מחיר ההון המשוקלל הוא 12%.

שווי הפעילות.

לצורך חישוב שווי הפעילות אהוון את תזרים המזומנים החזוי על ידי במחיר ההון המשוקלל אשר חושב לעיל: (אלפי ₪).

2024 ואילך	2023	2022	2021	2020 מתואם	התאמה בגין סניף שנסגר	2020	2019 מתואם פתיחת סניפים	2019 סניפים חדשים	2019	2018	
1,072,568	1,056,717	1,041,101	1,025,715	1,010,557	25,015	1,035,572	1,013,214	49,125	964,089	949,841	הכנסות
632,815	626,105	619,455	612,865	601,281	15,009	616,165	608,484	30,031	578,453	562,090	עלות המכר
439,753	430,612	421,646	412,850	409,275	10,006	419,407	404,730	19,094	385,636	387,752	רווח גלמי
											הוצאות הנהלה כלליות ומכירות
											הוצאות סניפים
141,960	141,250	140,631	140,102	139,663	4,154	143,817	143,321	8,016	135,305	135,222	משכורות ונלוות
131,695	131,695	131,695	131,695	131,695	1,021	132,716	132,716	7,545	122,070	122,070	שכר דירה וניהול
13,440	13,440	13,440	13,440	13,440	450	13,890	13,440	897	8,066	8,963	פרסום ומועדון
9,096	8,961	8,829	8,698	8,570	228	8,782	8,530	354	8,176	8,055	עמלת כרטיסי אשראי
17,353	17,353	17,353	17,353	17,353	331	17,684	17,684	1,050	16,634	16,634	פחת והפחתות
45,656	45,656	45,656	45,656	45,656	1,634	47,290	47,290	2,354	44,937	44,937	אחזקת סניפים
13,311	13,271	13,231	13,192	13,154	265	13,403	13,347	678	12,163	12,127	שונות
372,511	371,626	370,835	370,137	369,531	8,083	377,582	376,327	20,893	347,350	348,007	סה"כ סניפים
											הוצאות מטה
16,482	16,482	16,482	16,482	16,482	512	16,994	16,482	1,054	15,428	16,482	משכורות ונלוות
989	989	989	989	989	30	1,019	989	61	928	989	פחת
3,380	3,380	3,380	3,380	3,380	128	3,508	3,380	264	2,914	3,177	דמי ניהול
1,673	1,673	1,673	1,673	1,673	40	1,713	1,673	83	1,590	1,673	שכר דירה וניהול
2,114	2,114	2,114	2,114	2,114	45	2,159	2,114	92	2,022	2,114	רכב
1,362	1,362	1,362	1,362	1,362	46	1,408	1,362	99	1,263	1,362	משפטיות ובקורת
2,000	946	946	946	946	25	971	946	46	900	946	שונות
28,000	26,946	26,946	26,946	26,946		27,772	26,946		25,045	26,743	סה"כ מטה
400,511	398,572	397,781	397,083	396,477		405,354	403,273		372,395	374,751	סה"כ הנהלה כלליות ומכירות
39,242	32,041	23,865	15,767	12,798		14,052	1,457		13,240	13,001	רווח לפני מס
9,026	7,369	5,489	3,626	2,944			335				מסים
30,217	24,671	18,376	12,141	9,855			1,122				רווח אחרי מס
18,342	18,342	18,342	18,342	18,342			18,673				פחת
18,342	11,500	11,500	11,500	11,500			12,600				השקעות
198	195	192	189	-33			792				שינוי בהון חוזר
30,019	31,318	25,025	18,793	16,730			6,402				תזרים מזומנים להיוון
171,680	18,807	16,831	14,156	14,114			6,049				תזרים מהון (12%)

תוצאות 2018 הן בנטרול תוצאות סניפים שפעולתם הופסקה במהלך שנת 2018.

שווי הפעילות הוא: 241,637 אלפי ₪.

שווי הפעילות בהערכת שווי קודמת שנעשתה לחברה ליום 31.12.2015 עמד על 419,601 אלפי ₪. שווי הפעילות בהערכת שווי ליום 31.12.2016 עמדה על 303,192 אלפי ₪, ושווי הפעילות ליום 31 בדצמבר 2017 עמד על 270,105 אלפי ₪, **ההפרש המשמעותי בין הערכות השווי מחייב ניתוח והסבר.**

החברה באופן מובהק לא הצליחה בשנים האחרונות לעמוד בתחזיות והשגייה נפלו מהיעדים ומהתחזיות. כתבתי כבר לעיל כי לאחר ששדרת הניהול של החברה הוחלפה בשנת 2015 חובת ההוכחה כי ניתן לשנות את כיוון ה"אוויה" היא על ההנהלה החדשה. כפועל יוצא ועד שתוכח יכולת זו קיצצתי וקיצצתי שנית באופן משמעותי (כפי

שראינו בטבלה (בפרק 4) בתחזיות הנהלה, התחזית עליה התבססתי מסתמכת בין השאר על התרשמותי לגבי רמת יכולתה החברה (הצלחה או אי הצלחה) בעבר להגדיל מכירות, לשפר את אחוז הרווח הגולמי ולהתייעל בהוצאות האחרות, על סמך מכלול נתונים כולל היסטוריית החברה האמורה לעיל נבנתה תשתית ההנחות הכלולה בטבלת הנחות המודל בסעיף 5 לעיל. הפער בהערכת השווי נובע מפערי אומדן אלו בקשר עם שיפור התוצאות הכספיות כפונקציה של פעולות התייעלות שמבצעת הנהלת החברה, ובהתחשב בתוצאות החברה בפועל בשנים 2016-2018, התחשבתי גם בשינוי בתוצאות אותם ניתן אולי להגדיר כ"ניצני" שינוי במגמה ובקירוב אומדני החברה לביצועים בפועל.

הסיבות העיקריות להפחתת שווי הפעילות בין השנים 2017 ל-2018 הינם:

- א. גידול במחיר ההון המשוקלל (WACC) מ 10.43% ל 12%.
- ב. גידול בהוצאות הפרסום לסכום שנתי קבוע של 13.4 מיליון ₪.
- ג. גידול בהוצאות המטה הנובע מהחלפת עלויות אנשי מטה בעלויות יקרות יותר של אנשי מטה 365 (החברה האם) המפנים כעט את זמנם למען המשביר בתי כולבו, מדובר בתוספת עלות של כ 2 מיליון ₪ לשנה.

7. ניתוח רגישות.

הערכת שווי זו ככל הערכת שווי אחרת מתבססת על הערכות ואומדנים.

שניים מהאומדנים המשפיעים ביותר הינם גורמי סיכון המשפיעים על מחיר ההון המשוקלל, אומדן אחר בעל השפעה רבה ביותר הינו שעור צמיחת תזרים המזומנים בשנה המייצגת- 1.5% באומדן שלי.

להלן טבלה המרכזת ניתוח רגישות תוצאות הערכת שווי פעילות החברה לשני פרמטרים אלו:

(שווי פעילות החברה, באלפי ₪)

מחיר הון שנה קודמת					
10.43%	11.00%	12.00%	13.00%		
247,696	231,832	208,200	188,720	1.25%	
288,000	269,374	241,637	218,784	1.50%	
328,755	307,334	275,442	249,176	1.75%	

8. בדיקת ירידת ערך.

השוואת ערך פנקסני של נכסים פעילים לשווי פעילות:

שווי הפעילות של המשביר לצרכן בתי כלבו מגיע לסך של 241,637 אלפי ₪, בעוד הערך הפנקסני, כפי שנמסר לי, עולה רק לכדי 107,179 אלפי ₪, כך שלא נדרשת הפרשה לירידת ערך.

נכסים תפעוליים	
94,000	לקוחות
1,375	חייבים ויתרות חובה
8,296	מקדמות לספקים
2,222	חברות קשורות - שוטף
158,951	מלאי
1,440	מיסים שוטפים לקבל
296	חייבים ויתרות חובה ז"א
164,812	רכוש קבוע
431,392	סה"כ נכסים תפעוליים
התחייבויות תפעוליות	
214,850	ספקים
55,399	זכאים
	חברות קשורות ז"ק
12,517	החברה האם זמן קצר
	הלואה לזמן ארוך חברה האם
11,765	התחייבויות אחרות לחברה האם זמן ארוך
50,827	התחייבויות אחרות לזמן ארוך
345,358	סה"כ התחייבויות תפעוליות
86,034	נכסים תפעוליים, נטו
21,145	מוניטין בספרי המשביר
107,179	סך ערך פנקסני
241,637	שווי פעילות

נספח א'- פרטי מעריך השווי.

יאיר שלהב רו"ח

השכלה ורקע מקצועי

מקצוע:

- 2004 ואילך - בעלים של משרד פרטי לייעוץ כלכלי וחשבונאי.
- 2003-1987 - KPMG סומך חייקין
- 2003-2000 - חבר הועדה המנהלת משרד רואי חשבון KPMG סומך חייקין (תוך המשך ניהול סומך חייקין בחיפה).
- 1995 ואילך - שותף מנהל משרד רו"ח KPMG סומך חייקין בחיפה.
- 1990 ואילך - שותף במשרד רו"ח סומך חייקין (חיפה).
- 1990-1987 - מנהל המחלקה המקצועית והכלכלית במשרד רו"ח סומך חייקין (תל-אביב).

הוראה:

- 2001-1998 - אוניברסיטת חיפה – ראש מסלול החשבונאות.
- 1997-1990 - מרצה באוניברסיטת חיפה, המסלול לחשבונאות (מרצה מן החוץ) – קורסים מתקדמים בחשבונאות.

תארים אקדמאיים:

- 1983 - B.A כלכלה וחשבונאות – האוניברסיטה העברית.
- 1986 - M.A מנהל עסקים – מגמת מימון – האוניברסיטה העברית.

חברות בדירקטוריון חברות ציבוריות:

- שימשתי /משמש כדירקטור במספר חברות ציבוריות ובניהן:
- 2014 ואילך - חבר דירקטוריון בחברת "מגה אור" חברה ציבורית העוסקת בעיקר בפיתוח והשכרת נדל"ן מניב למרכזים מסחריים פתוחים ומרכזים לוגיסטיים.
- 2010-2011 - דירקטור באקסלנס ויו"ר דירקטוריון אקסלנס נשואה ניהול תיקי השקעות.

עיסוק מקצועי נלווה:

- 2001-1998 - חבר ועדת הבחינות של מועצת רו"ח.
- חבר בצוות התרגום של כללי החשבונאות הבינ"ל (IFRS) פרסומים מקצועיים שונים.

נספח ב' - מתודולוגיה.

תקן חשבונאות בינלאומי 36 (המתקן) (להלן: "התקן" או "IAS 36") מבקש להבטיח כי נכסיה של ישות לא יוצגו בסכום העולה על הסכום בר ההשבה שלהם. נכס מוצג בסכום הגבוה מסכום בר ההשבה שלו כאשר ערכו של הנכס בספרים עולה על הסכום שיתקבל מהשימוש בנכס או ממכירתו. במקרה כזה, חלה ירידה בערך הנכס והתקן דורש מהישות להכיר בהפסד מירידת הערך.

התקן חל על כל הנכסים (למעט חריגים המנויים בתקן עצמו) לרבות, רכוש קבוע, נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין שנרכש בצירוף עסקים. מוניטין שנרכש בצירוף עסקים מייצג תשלום שביצע הרוכש מתוך ציפייה להטבות כלכליות עתידיות מנכסים שלא ניתן לזהותם בנפרד ולהכיר בהם בנפרד. מוניטין אינו מפיק תזרימי מזומנים באופן בלתי תלוי בנכסים אחרים או בקבוצות נכסים אחרות, ולעתים קרובות תורם לתזרימי המזומנים של מספר יחידות מניבות מזומנים.

יחידה מניבת מזומנים (Cash Generating Unit) היא קבוצת הנכסים המזוהה הקטנה ביותר, המפיקה תזרימי מזומנים חיוביים, שהם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים או מקבוצות נכסים אחרות.

קביעת ירידת ערך של נכסים ברי הפחתה. התקן מגדיר מספר שלבים לזיהוי, הכרה ומדידה של ירידת ערך של נכס המופחת באופן שיטתי, לרבות רכוש קבוע. מעבר לשלב הבא נדרש רק בהתקיים השלב שלפניו.

שלב א' - זיהוי נכס שתיתכן ירידה בערכו:

יש לבחון האם קיימים סימנים המצביעים על ירידת ערך. בהתקיים אחד מהסימנים יש להמשיך בתהליך בחינת ירידת הערך. בחינת הסימנים תיעשה בכל תאריך מאזן. התקן מפרט רשימה של דוגמאות לסימנים לירידת ערך:

מקורות מידע חיצוניים

- במהלך התקופה חלה ירידה משמעותית בערך השוק של הנכס מעבר לחזוי כתוצאה מחלוקף הזמן או משימוש רגיל;
 - חלו שינויים משמעותיים בעלי השפעה שלילית על הישות במהלך התקופה או שיחולו בעתיד הקרוב, בסביבה הטכנולוגית, השיווקית, הכלכלית או המשפטית, שבה פועלת הישות, או בשוק אליו מיועד הנכס;
 - חלה עלייה בשיעורי התשואה בשוק, וסביר שעלויות אלה ישפיעו על שיעור הניכיון המשמש בחישוב שווי הנכס, ויקטינו באופן מהותי את הסכום בר ההשבה של הנכס;
 - הערך בספרים של הנכסים נטו של הישות גבוה משווי השוק של הישות (Market Capitalization).
- מקורות מידע פנימיים

- קיימות ראיות זמינות להתיישנות או לנזק פיסי של הנכס;
- חלו שינויים משמעותיים בעלי השפעה שלילית על הישות במהלך התקופה או חזויים לחול בעתיד הקרוב, בהיקף או באופן שבו נעשה שימוש בנכס או חזוי שייעשה בו שימוש.
- קיימות ראיות המצביעות על כך שהביצועים הכלכליים של הנכס הם, או יהיו, גרועים מאלה שנחזו.

היה ונמצאו סימנים לירידת ערך יש לבחון באם אכן התרחשה ירידת ערך לאור הסימנים לעייל ואחרים. לצורך כך יש למדוד את סכום בר ההשבה. היה ויימצא כי הסכום בר ההשבה של הנכס נמוך מערכו בספרים, יש להפחית את הנכס בהתאם. לגבי נכס בלתי מוחשי שלו אורך חיים שימושיים בלתי מוגדר או נכס בלתי מוחשי שאינו זמין עדיין לשימוש וכן לגבי מוניטין שנרכש בצירוף עסקים, קובע התקן כי יש לבצע אחת לשנה בדיקה בדבר ירידת ערך וזאת ללא קשר לקיומם או אי קיומם של סימנים לירידת ערך.

שלב ב' – אמידת סכום בר השבה:

סכום בר השבה (Recoverable Amount) של נכס או יחידה מניבה מזומנים הוא הגבוה מבין השווי ההוגן שלו בניכוי עלויות למכירה לבין שווי השימוש בו.

סכום בר השבה ייקבע לגבי נכס בודד או לגבי היחידה מניבת מזומנים אליה שייך הנכס.

יחידת מניבת המזומנים הקטנה ביותר אליה מוקצה המוניטין לדעת החברה

שווי הוגן בניכוי עלויות למכירה (Fair Value less Costs to Sell) הוא הסכום שניתן לקבל ממכירת נכס או יחידה מניבת מזומנים בעסקה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת, בניכוי עלויות מימוש.

שווי שימוש (Value in Use) הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים, החזויים לנבוע מנכס או יחידה מניבה-מזומנים.

IAS 36 מגדיר יחידה מניבת מזומנים כקבוצת הנכסים המזוהה הקטנה ביותר, המפיקה תזרימי מזומנים חיוביים, שהם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים. הנהלת החברה קבעה כי היחידה מניבת המזומנים הינה חברת המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ (החברה).

התקן קובע שלעיתים לא הכרחי לקבוע הן את השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה והן את שווי השימוש שלו; וזאת במצב בו אחד מבין הרכיבים האלה גבוה מהערך בספרים של הנכס. כמו כן, מציין התקן שלעיתים אין זה אפשרי לקבוע את השווי ההוגן בניכוי

עלויות מכירה של נכס, במיוחד שהנכס אינו נסחר בשוק פעיל. במצב זה, מציין התקן כי הישות עשויה להשתמש בשווי השימוש של הנכס כסכום בר השבה שלו.

בהתאם להנחיה זו, מחושב הסכום בר ההשבה על פי שווי השימוש. אומדן שווי הוגן בהיעדר שוק פעיל למניות החברה או למניות חברות כולבו דומות או בהיעדר עסקאות לחברות דומות הוא שווי השימוש לפיכך ההבדל בין שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה לשווי שימוש הוא אי ניכוי עלויות מכירה משווי השימוש כלומר שווי השימוש הוא הגבוהה מבין השניים ובו נבחר.

בהתאם לתקן, שווי השימוש של נכס (או יחידת מניבת מזומנים) כולל תחזיות תזרימי מזומנים חיוביים ושלייליים משימוש מתמשך בנכס (לרבות תקורות תפעוליות ועלויות "שמירה על הקיים"). התקן מדגיש כי תזרימי המזומנים מהנכס לא יכללו תזרימים שלייליים מפעילות מימון ותשלומים או תקבולים בגין מיסים על הכנסה.

עוד מדגיש התקן, כי שיעור ההיוון בו צריך להוון את תזרימי המזומנים מהנכס (או מיחידת מניבת המזומנים) הוא שיעור הניכיון לפני מס המשקף הערכות שוק של ערך הזמן של הכסף ואת הסיכונים הספציפיים של הנכס (או של יחידת מניבת המזומנים) אשר בגינם לא הותאמו תזרימי המזומנים של הנכס.

שלב ג' – הכרה ומדידה של הפסד מירידת הערך:

כאמור, סכום בר ההשבה הינו הגבוה מבין שווי ההוגן של הנכס ו/או שווי השימוש של הנכס. יש להפחית את ערך הנכס בספרים לסכום בר השבה שלו, אם ורק אם, הסכום בר ההשבה של הנכס נמוך מערכו בספרים.

ערך בספרים (Carrying Amount) מוגדר כסכום בו נמכר הנכס לאחר ניכוי כל הפחת שנצבר ובניכוי הפסדים מירידת ערך שנצברו.

הפחתה זו מהווה הפסד מירידת ערך. בנוסף, קובע התקן כי הפסד מירידת ערך יוכר באופן מיידי בדוח רווח והפסד, כאשר ירידת הערך של יחידה מניבה מזומנים תוקצה תחילה למוניטין במידה וקיים, ולאחר מכן, תוקצה הירידה ליתרת הנכסים הבלתי שוטפים באופן פרופורציונאלי לערכם בספרים.

התקן אף קובע מגבלה לצורך הקצאת ההפסד מירידת ערך לנכס השייך ליחידה מניבה מזומנים, כך שנכס, בשלב השני, לא יופחת מעבר לגבוה מבין השווי ההוגן שלו בניכוי עלויות מכירה, לבין שווי השימוש שלו או לאפס.

השווי ההוגן נמדד בגישת הכנסות באמצעות היוון תזרימי המזומנים (DCF) אשר עשויים לנבוע מפעילות החברה, וזאת בהתבסס על הערכות הנהלת החברה, הנתונים והמסמכים שהתקבלו מהחברה ועל הנחותינו כפי שיפורטו בהמשך.

בהתאם ל- IAS 36 הערך בספרים של היחידה מניבת מזומנים ייקבע באופן עקבי עם האופן בו נקבע סכום בר ההשבה של היחידה מניבת המזומנים. הערך בספרים יכלול את הערך בספרים של הנכסים וההתחייבויות הניתנים לייחוס במישרין ליחידה מניבת המזומנים, אשר יפיקו את תזרימי המזומנים החיוביים העתידיים, המשמשים בקביעת שווי השימוש של היחידה מניבת המזומנים.

לצורך קביעת הערך בספרים של היחידה מניבת המזומנים קיבלתי מהנהלת החברה את הערך בספרים של החברה, נכון ליום 31 בדצמבר 2017 .

מאחר והערך בספרים שנקבע כולל נכסים והתחייבויות תפעוליים בלבד (לא כולל התחייבויות פיננסיות נטו ונכסים עודפים), הסכום בר ההשבה של היחידה מניבת המזומנים נבחן בהתאם.

בהתאם ל- IAS 36, בחינת ירידת ערך מוניטין תבוצע על ידי השוואת ערכה בספרים של היחידה כולל מוניטין, לסכום בר ההשבה שלה. אם הסכום בר ההשבה של היחידה עולה על הערך בספרים של היחידה, היחידה והמוניטין שהוקצה ליחידה ייחשבו כבלתי פגומים בערכם. אם הערך בספרים של היחידה עולה על הסכום בר ההשבה של היחידה, הישות תכיר בהפסד מירידת ערך.

נספח ג' קביעת מחיר ההון הזר.

דיון:

מחיר ההון המשוקלל WACC הוא שקלול של מחיר ההון הזר עם מחיר ההון העצמי של החברה.

במהלך שנת 2018 המשביר בתי כלבו פרעה את כל התחייבויותיה למימון זר למעט הלוואות בנקאיות ישנות הנפרעות באופן שוטף ואשר נותרה מהן יתרה קטנה בסוף שנת 2018 שארית יתרה זו אינה יכולה להעיד על מחיר ההון הזר, קרי הריבית התוספתית של החברה.

לטענת החברה חברת האשראי החוץ בנקאי ממנה נטלה החברה אשראי בעבר אינה עוסקת עוד במתן אשראי מסוג האשראי אותו נטלה החברה מחד ומאידך לאחר שחברת האם מכרה את חברת ניו פארם הרי שחברת האם מסוגלת לממן את מלוא צרכי המימון של החברה (הלוואה ואשראי שוטף מחברת האם).

עלות אשראי מחברת אם אינו יכול להיחשב כעלות מימון הון זר.

האם ניתן ללמוד ממחיר ההון הזר של חברת האם המשביר 365 החזקות על מחיר ההון של חברת הבת המשביר בתי כלבו?

לדעתי התשובה היא לא. חברת אחזקות רחוקה בדרך כלל מתזרים המזומנים אשר חברת הבת היא אשר יוצרת, המשקיעים מעניקים "פרמיה שלילית" לחברת אחזקות. במקרה הספציפי שלנו לחברת האחזקות היסטוריה של כניסה למיזמים והשקעות בחלקם הרפתקניים אשר חלקם כשלו, (ההשקעה בניו פארם, הקמת רשת מזון מוזלת -קוסט 365 וכ') גורמים המשפיעים בוודאי על מחיר ההון הזר הנדרש מחברת האחזקה.

לטעמה של החברה מחיר ההון אשר נקבע על ידי מומחה בלתי תלוי כמחיר ההון להיוון ההתחייבויות בגין נכסי חכירה (IFRS 16) העומד על המידע שנמסר לי על כ-5% לא צמוד מהווה אומדן סביר למחיר ההון הזר. אני חולק על עמדה זו.

מחיר ההון בהיוון עסקאות החכירה משתמש במחיר הגלום בעסקת החכירה והקשר שלו לעלויות ההון הזר של החוכר אינו ישיר. במידה ומחיר הון זה אינו גלוי, הרי שמשתמשים במחיר ההון הזר התוספתי של החוכר בעסקאות המובטחות בנכס החכור. (יש להתחשב בו במידה ומשקללים את החכירה כמימון הון זר בקביעת יחס הון עצמי להון זר)

מחיר ההון הזר הרלוונטי להערכת השווי הוא מחיר ההון הזר התוספתי אשר יכול להיות מובטח בשעבוד שוטף על נכסי החברה, על מלאי ועל חייבים.

השיטה שננקטה:

לאחר מכירת חברת ניו פארם הרי שהקשר בין חברת האחזקות לחברת הבת המשביר בתי כלבו התהדק. הפעילות הנוספת של חברת האם היא פעילות מועדון הלקוחות קלאב 365 ומועדון 365 פיננסים בשיתוף יינות ביתן ופעילות לא מהותית המשביר טכנולוגיות. איני יכול ללמוד על מחיר ההון הזר ממחיר ההון הזר של חברת האחזקות אולם נראה לי שבהעדר מידע מוצק אחר, ועם חיזוק הזיקה שבין החברה מצבה הכספי

והתוצאות העסקיות שלה לחברת האם (חברת ההחזקות)מצבה ותוצאותיה "אקבע את מחיר ההון הזר תוך "פזילה" לתשואת האגח של חברת האם.

לחברת המשביר 365 החזקות שתי סדרות אג"ח פעילות:

אג"ח סדרה ד' , ואג"ח להמרה סדרה ה'.

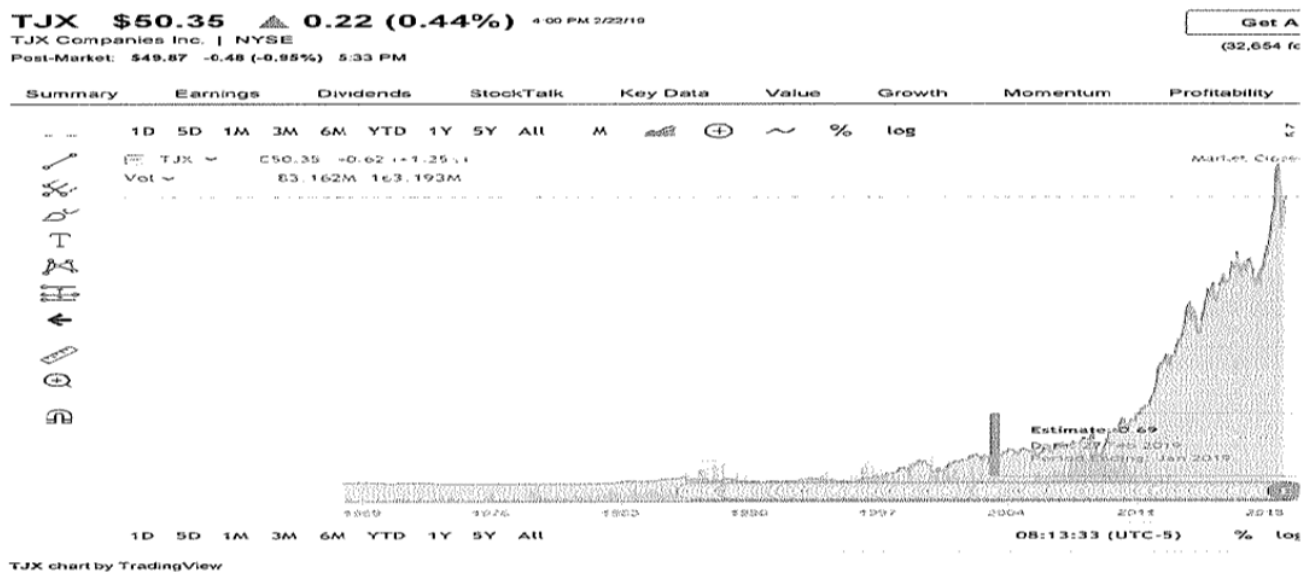
אג"ח להמרה אינה "טהורה" בהיבט מחיר ההון, היא מורכבת מאג"ח טהורה ואופציה. לפיכך אתייחס לאג"ח ד' בלבד.

התשואה על האג"ח להמרה במועד כתיבת הערכת שווי זו עולה לכדי 11.7% לא צמוד במח"מ שלה 1.61 במהלך השנה תשואת האג"ח "ביקרה במחוזות" של 17% ואף יותר. עם זאת לצורך התחשיב אמצע את שתי ריביות אלו בתחשיב הבא:

<u>אחוזים</u>	
מחיר הון זר	6
אג"ח ד' תשואה	11.67
פרמית המרה לריבית צמודה	1.2
אג"ח ד' מתואמת	10.47
ריבית על חוב שנה קודמת	4.08
ריבית ממוצעת	7.275

קביעת יחסי החוב/ הון נלקחה ממוצעים לענף של דמודאראן.

נספח ד' מחיר מניית MAXX נ T ורשימת בתי כולו מצליחים (למיטב ידיעת החברה).



בכול עיר /מדינה יש מספר בתי כולו משגשים

להלן רשימה חלקית של בתי כולו בעולם

-ארה"ב maxx j t

פריז: Galeries Lafayette

לונדון: Selfridges

ברלין: KaDeWe

אמסטרדם: Bijenkorf

מילאנו: La Rinascente
 קופנהגן: Magasin du Nord

ברצלונה: El Corte Inglés

אתונה: Attica

ניו יורק: Barneys

טוקיו: Takashimaya

Primark

פרימארק הוא חנות כולו ענקית שקיבלה את הפרסום שלה בזכות המחירים הנמוכים והאטרקטיביים שהיא מציעה ללקוחותיה. אפשר למצוא שם הכל: בגדים, אקססוריז ופריטי נוי לבית.

נספח ה'- שווי המשביר לצרכן בתי כלבו.

241,637	שווי פעילות
21,226	מזומנים
10,458	מזומנים מוגבלים
9,664	מס נדחה
41,348	סך הכל נכסים שאינם נכסי פעילות
5,743	אשראי ז"ק
13,585	הטבות לעובדים
-	הלוואה ז"א מתאגידים בנקאיים
24,711	הלוואה ז"א מחברה האם
12,517	חב' אם ז"ק
56,556	סך הכל התחייבויות שאינן התחייבויות פעילות
226,430	שווי חברה

הערך הכלכלי של הלוואה מחברת האם ליזמן ארוך (אשר סכומה הנומינלי עומד על 76,748 אלפי ₪) נכללה בסכום של 24,711 אלפי ₪ בלבד מאחר וטרם נקבעו תנאי הלוואה ואני מעריך כי לא תפרע בטווח של עשר שנים לפחות ובפועל לא תישא ריבית (או שהריבית בדרך אחרת תימחל).

נכלל חוב לחברה אם ליזמן קצר לאור אי פירעונו לאורך זמן ואף צמיחתה משמעותית בו.

שווי החברה על סמך כל האמור לעיל הינו 226,430 אלפי ₪.

(הערכה זו אינה כוללת הערכה עצמאית מעבר להערכות החברה בדבר התממשותן וסכומם של תביעות תלויות)