

המשביר לצרכן בתי כלבו

הערכת שווי

יאיר שלהב רו"ח

מרץ 2022

תוכן ענינים

- מבוא 3
- תמצית מנהלים 5
- החברה ופעילותה 7
- שוק האופנה 12
- תוצאות הפעילות 16
- מתודולוגיה 20
- מחיר ההון 24
- תזרים מזומנים 26
- נספחים 35

הערכת שווי המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ

17 במרץ 2022

לכבוד

גב' ענת יונה סמנכ"לית כספים

המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ

הנדון: הערכת שווי ליום 21.12.2021 לצורך בדיקת צורך בהפרשה לירידת ערך.

הזמנת העבודה.

התבקשתי בפברואר 2022 על ידי גב' ענת יונה סמנכ"לית הכספים של המשביר 365 בע"מ (להלן המשביר 365) לבצע הערכת שווי לחברת המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ על מנת לבחון ולהעריך האם יש צורך כי המשביר 365 תכיר בהפסד בגין ירידת ערך (IMPAIRMENT) בגין השקעתה במשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ (להלן "החברה") נכון ליום 31 בדצמבר 2021 (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 2021 על פי עקרונות החשבונאות והדיווח הכספי המקובלים בישראל והנדרשים על פי כל דין ובהתאם לתקני החשבונאות הבינלאומיים ובכללם תקן בינלאומי 36 ירידת ערך נכסים. 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 שנתיימה ביום 31 בדצמבר 2021 בהתאם לתנאי אגרות החוב של החברה מסדרות ד' וה'. אין לעשות כל שימוש אחר בחוות דעת זו למעט האמור לעיל.

בדיקת ירידת ערך מוניטין המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ.

➤ הסתמכות על נתונים

לצורך עבודה זו הסתמכתי על הנתונים הבאים:

- - תקציב החברה לשנת 2022, תקציב החברה לשנת 2021.
- -תקציב רב שנתי של החברה לשנים 2022 עד 2026.
- -דוחות תקציב מול ביצוע לשנים קודמות.
- -נתונים כספיים ותפעוליים אחרים בלתי מבוקרים, ניירות עבודה הסברים, לגבי התוצאות והמצב הכספי בשנת 2021 וליום 31 בדצמבר 2021.
- - פרוט והסברי החברה לגבי תכניותיה העתידיות.
- -הערכות שווי קודמות שבוצעו לחברה על ידי (משנת 2016 ואילך) ועל ידי אחרים.
- -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 בעלי תפקיד בהנהלת החברה לגבי הנתונים והמידע שהומצא לי.
- בדיקות עצמאיות של החברה והשוק בו היא פועלת, היסטוריה פיננסית ותפעולית, ניתוח הסביבה העסקית ומיצובה התחרותי של החברה בשוק.
- ביקור במספר מסניפי החברה.

➤ שיפוי ואחריות

- תקרת אחריותי בגין נזקים מכל סוג ומין שהם למעט נזקים שנגרמו ברשלנות רבתי, במתכוון או בזדון תעמוד עד פי שלוש משכר טרחתי. אתם תשפו אותי בגין כל סכום שאחויב בו כלפי צד שלישי בפסק דין חלוט בקשר להכנת חוות דעת זו וכן בגין הוצאות משפטיות סבירות, אלא אם יקבע כי פעלתי בקשר לחוות הדעת ברשלנות רבתי, בזדון או במתכוון. ההתחייבות לשיפוי תחול רק בגין סכום כספי, דמי נזק, הפסד, תשלום או הוצאה העולים במצטבר על פי שלוש משכר הטרחה המשולם לי.

➤ אי תלות

- אני בלתי תלוי במשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ או בחברה אחרת בקבוצה כולל בחברת האם. כמו כן אני בלתי תלוי בבעלי השליטה או במנהלי הקבוצה שכר עבודתי אינו תלוי בשום צורה שהיא בתוצאות עבודתי.
- אין לי עניין אישי בחברה, או בחברה אחרת בקבוצה כמשמעותו של מונח זה בחוק רואי החשבון תשט"ו 1955 ובתקנות שהותקנו על פיו.
- בצעתי עבודה זו גם בשנים קודמות.

➤ פרטים על ניסיוני והשכלתי המקצועית

- לפרטים על ניסיוני והשכלתי המקצועית ראה **נספח א'**.

בברכה,

יאיר שלהב,

רואה חשבון

תמצית מנהלים

בדיקת ירידת ערך
מוניטין המשביר לצרכן
בתי כלבו בע"מ



תמצית מנהלים

- בניגוד למצופה משנת קורונה, שנת 2021 שנת קורונה הייתה שנה עם תוצאות טובות לחברה.
- ההסבר נובע מכך שסגירת השמיים וקשיי שרשראות אספקה, גרמו לריכוז הקניות המקומיות בארץ הגדילו את הביקוש, הקטינו את התחרות מצד רשתות בחו"ל ומצד רכישות מאתרי אינטרנט מחו"ל. כך שאיפשרו העלאת מחיר ורווחיות.
- הסגר בתחילת השנה הגיע בחודשים החלשים ביותר של השנה, והחברה קיבלה פיצוי עבורם כך שמבחינתה הסגר הגיע בעיתוי טוב מאוד עבורה כמו גם לרשתות אופנה ואופנת הבית האחרות.
- הגורמים לעיל השפיעו לטובה בצורה רוחבית על כלל הרשתות בענף אשר הציגו תוצאות יחסית תוצאות טובות.
- יש לציין כי בתקופת הקורונה עד כה ספקי החברה פרסו לאחר כל אחד מהסגרים את חוב החברה כלפיהם (פריסה בלבד).
- קיימים פערים בין הערכות החברה לבין הערכות מעריך השווי באשר לתוצאות פעולותיה של החברה בעתיד.
- שווי פעילות החברה על פי הערכות השווי : 322.2 מיליון ₪.

<u>2021</u>	<u>2020</u>	<u>2019</u>	<u>2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>*2015</u>	
322,227	259,816	295,663	241,637	270,105	303,192	419,601	שווי פעילות

- בשנת בהערכת שווי ליום 31.12.2020 נכללה פעילות המכירה באינטרנט. פעילות זו נכללה בהערכת השווי ליום 31.12.2021. בשנת 2021 פעילות זו הניבה הכנסות של 15.3 מיליון ₪, רווח גולמי של 5.6 מיליון ₪ והפסד תפעולי של 3.4 מיליון ₪.
- ניתוח רגישות למחיר ההון להיוון ולשיעור צמיחה פרמננטי:

1.75%	1.50%	1.25%	
361,213	354,858	348,863	10.07%
327,105	322,227	317,597	11.07%
299,476	295,645	291,991	12.07%

החברה ופעילותה

המשביר לצרכן בתי
כלבו בע"מ



המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ הינה חברה פרטית בבעלות מלאה של המשביר 365 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, 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 וזכייניה "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)

הרשת פועלת לפתיחת תת רשת חדשה "ספורט 365" אשר אמורה למנות כ 9 חנויות. בשנת 2020 פתחה החברה שתי חנויות יעודיות לממכר מוצרי ספורט, ובשנת 2021 פתחה החברה שש חנויות נוספות.

נכון למועד הערכה מונה רשת חנויות החברה 36 סניפים בכל רחבי הארץ החולשים על שטח מסחרי של כ- 67,665 מ"ר נטו ברשת מועסקים 1,438 עובדים. בנוסף מועסקים כ-852 דיילים. (לעומת 1,518 עובדים ו-641 דיילים בשנת 2020)

פעילות החברה מתחלקת לארבע תחומי פעילות עיקריים:

קוסמטיקה.

אופנת הלבשה.

מוצרי הקוסמטיקה נחלקים לשני סוגים עיקריים:

- מוצרי הלבשה (עליונה ותחתונה) ומוצרי אופנה משלימים לנשים, לגברים ולילדים. מוצרי ההלבשה 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.
- 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.
- פעילות הטואלטיקה צומצמה.

המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ כללי

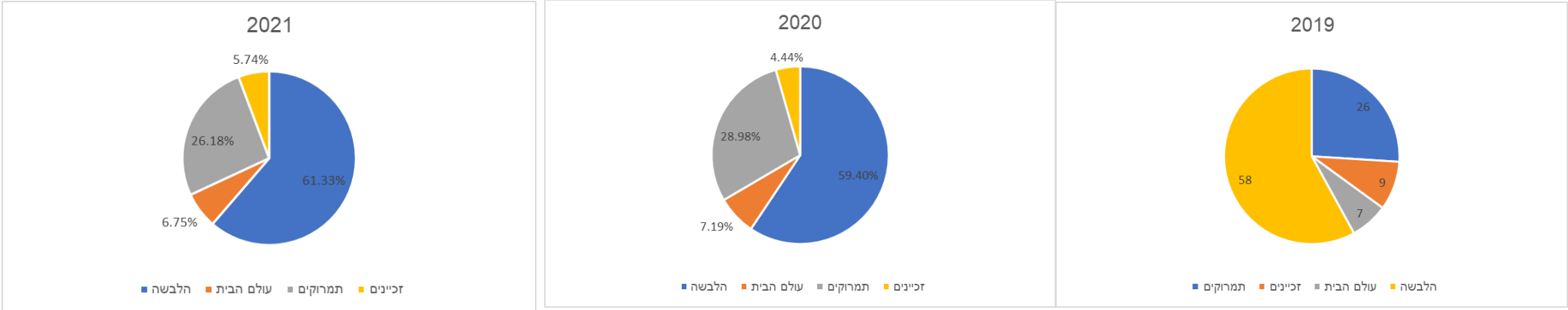
עולם הבית.

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

זכיינות.

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

להלן התפלגות המכירות בשנת 2019 ובשנת 2020 :



הדומיננטיות של תחום ההלבשה הולכת ועולה והתחום שתפס 58% ממכירות החברה בשנת 2019 תופס למעלה מ-61% בשנת 2021.

בדיקת ירידת ערך מוניטין המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ.

שיווק ומכירות

מודל השיווק והמכירות של המשביר לצרכן 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 עם גורמים רבים משותפים 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 561 אלף בתי אב נאמנים של הרשת העוקבים אחר מגוון מוצריה במהלך השנה ומבצעים רכישות חוזרות תכופות בסניפי הרשת (638 בשנה קודמת) שיעור הרכישות של חברי קלאב 365 מסך פדיון הרשת בשנת 2019 הסתכם בכ-69.1% בשנת 2020 64.6% ובשנת 2021 65.7%.
- 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.

בדיקת ירידת ערך מוניטין המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ.

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.

מעמד המשביר בתי כלבו בשוק.

ניתוח התפלגות המכירות בו אופנה ועולם הבית ביחד מהווים מעל 68% ממכירות הכולבו מאפיינים שוק הפעילות של החברה כעולם האופנה.

חברות רבות מעולם האופנה נכנסו לעולם הבית כגן פוקס הום וזארה הום וכמובן גולף אשר הייתה בשוק זה מלכתחילה והגבירו את התחרות גם בפלח זה.

מכירות בשלושת הרבעונים

הראשונים של 2021

אחוז מהכנסות ארבעת החברות	הכנסות	
55.07%	2,911,232	פוקס
21.30%	1,125,945	קסטרו
12.82%	677,505	גולף
10.81%	571,395	המשביר
100.00%	5,286,077	סך כל

בשנת 2019 פוקס נטלה רק 41.47% ממכירות חברות אלו ובשנת 2020 נטלה 49.37% ממכירות חברות אלו. התחזקותה של רשת זו אשר מכרה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2021 יותר ממה שמכרו שלושת הרשתות האחרות יחד מהווה גורם סיכון נוסף העומד בפני החברה

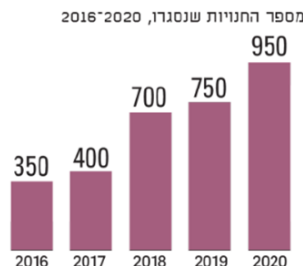
כמובן שלבד מההתמודדות מול הענקיות פוקס וקסטרו על המשביר להתמודד עם רשתות ענק בינלאומיות כדוגמת זארה, H&M ועוד.

שוק האופנה בשנת
COVID 19 - 2021
(קורונה)



המשביר לצרכן בתי
כלבו בע"מ

COVID -19



מסגירה סיטונאית זו "נהנו" הרשתות הגדולות והן אף צפויות להנות מכך בשנת 2021.

גורמים משפיעים עיקריים הם כמובן סגירת השמיים ופגיעה בשרשרת אספקה שהקשתה על רכישה מאתרים בחו"ל. ההערכה כי 30% מרכישות האופנה מבוצעות בחו"ל על ידי ישראלים המטיילים בחו"ל או באתרי אינטרנט מחו"ל ומרביתם הומרו בשנת 2021 ברכישות בארץ.

העלייה ברכישות המקוונות בישראל פיצתה במידה מסוימת את רשתות האופנה הגדולות בעלות אתרים מקוונים עצמאיים.

חנויות עצמאיות ורשתות ללא אתר סחר מקוון כדוגמת המשביר בתי כלבו נפגעו יותר מצמצום המכירות.

העדרו של אתר סחר מקוון משמעותי ברשת המשביר לצרכן בתי כלבו מהווה גורם סיכון לחברה . בשנת 2021 החלה החברה בהקצאת משאבים ניהוליים ואחרים להקמת אתר סחר מקוון חי תוסס ומשמעותי. כחלק משינוי ארגוני אתר הסחר לא יהווה חלק מפעילות המשביר בתי כלבו אלא יפעל במסגרת "חברה אחות".

בשנת 2021 על פי התכנית האסטרטגית של החברה היא החלה בהקמת והפעלת אתר כזה הפועל בשטח חנות החברה בשכונת "הדר" בחיפה.

שוק האופנה בישראל 2021

מגפת ה COVID-19 "קורונה" מגדירה את השנה.

סבבים חוזרים של סגרים בהם חנויות האופנה היו סגורות. עובדים רבים בחל"ת ופגיעה בביטחון התעסוקתי שלהם. עסקים רבים ושונים שקרסו תוך פגיעה בכוח הקניה הגדירו את שנת 2020 כשנה אחרת- שנה "יוצאת דופן".

שוק האופנה חווה שנים קשות עוד בטרם מגפת הקורונה ובשנים 2018-2019 קרסו או נסגרו לא מעט רשתות כגון הוניגמן, יפו תל אביב, מיש מיש, רמי לי, FOREVER 21, דיסקרט, זברה, מיכל נגרין ועוד.

בשנת 2020 קטן היקף שוק האופנה בישראל מכ20 מיליארד לכ17 מיליארד ₪ בלבד. (על פי דן & ברדסטריט) .

הקיטון נבע בחלקו מירידת מחירים בשיעור של כ5.7% (הלמ"ס).

שנת 2021 התאפיינה בגידול משמעותי בפדיון רשתות האופנה ובתוצאות כספיות מצויינות, תוצאות אשר באו לידי ביטוי מזינוק משמעותי בשווי השוק של רשתות אלו (ובכללן המשביר 365) .

למעשה בניגוד לציפיות מהסגר בתחילת שנת 2021 והגבלות קורונה (תוו ירוק וכ') וחששות הקונים הרי שהתוצאות של רשתות האופנה היו חריגות לטובה בשנת 2021.

בשנת 2020 נסגרו כ950 חנויות אופנה, (בהשוואה לכ750 בשנת 2019) ורבות נוספות בקשיים כלכליים משמעותיים .

שוק האופנה בישראל 2021

השפעות נוספות:

ראה גם ניתוח תוצאות החברה בע"מ 19.

שכר דירה.

מטוטלת מאזן הכוח בין הרשתות הגדולות לבין "מעצמות" הקניונים, נוטה באופן יחסי לטובת הרשתות. קריסת רשתות במגוון תחומים, הקושי הפיננסי הגדול מולו הרשתות הגדולות ובעיקר השוכרים הקטנים מחייב התאמה של שכר הדירה. יציאת שוכרים קטנים מעצימה את כוחן של הרשתות הגדולות באופן יחסי.

תמיכה ממשלתית. (שנת 2020 וסגר שלישי ינואר פברואר 2021)

הממשלה העמידה תוכניות משלה לעזרה לחברות במשק להתמודד מול נזקי המגפה.

חל"ת לעובדים, פעולה זו אפשרה לחברות במשק אשר נאלצו לסגור את פעילותן להוציא את עובדיהן לחל"ת ובכך לצמצם את הפסדיהן ולא לשלם הוצאות שכר לעובדים היושבים בבית מחוסר היכולת לעבוד בחנויות הסגורות. ומאידך לא לפטר אותם ולאבד בכך כוח אדם מיומן.

מענקים בגין הוצאות קבועות. החברות אשר נאלצו לשלם שכר דירה, ביטוח ארנונה (עם הקלות משמעותיות גם בזה) ואשר מחזור המכירות שלהן ספג ירידה בשיעורים שנקבעו בתכנית זכו במענקים לכיסוי הוצאות אלו.

COVID -19

הלוואות בערבות מדינה.

על פי נתוני משרד האוצר הלוואות בערבות מדינה בסך כולל של 23.9 מיליארד ₪ ניתנו לעסקים מתוכם 22.2 מיליארד ₪ לעסקים קטנים ובינוניים ו1.7 מיליארד ₪ לעסקים גדולים.

ישנה הבנה מסוימת מצד המוסדות הבנקאיים והגופים המוסדיים להקלה במקרים של חריגה מ"אמות מידה" (קובנטים) בחברות אשר לפני המגפה לא חרגו מאמות המידה ולא היו בעיתים מבחינת החזרי הלוואות ואשראי.

המשביר בתי כלבו אינה זוכה לאשראי בנקאי משמעותי התואם את היקף פעילותה, אלא מתבססת כמעט באופן מאוד משמעותי על אשראי ספקים. "אורך החבל" אשר הספקים יכולים לתת למשביר בתי כלבו אינו תלוי אך ורק ברצונם הטוב, אלא ביכולת הפיננסית שלהם, ברזרבות הכלכליות שלהם, כך יתכן שבעוד שרשתות אחרות יקבלו אשראי בנקאי מוגדל לתקופה קשה זו, המשביר בתי כלבו תתקשה יותר מבחינה פיננסית עקב אי יכולת של הספקים להגדיל את האשראי.

הסתמכותה של המשביר בתי כלבו על אשראי ספקים מהווה גורם סיכון הגדל בעת חירום כלכלית זו.

יש לציין כי בשנת 2020 ובשנת 2021 ספקי החברה הלכו יד ביד עם החברה ופרסו את חובותיה כלפיהם בכל אחד מהסגרים אשר הוטלו על החברה.

במהלך שנת 2021 החברה קיבלה הלוואה בערבות מדינה בסך 20 מיליון ₪ ומסגרת נוספת בסך 20 מיליון ₪ תנאי ההלוואה נחותים משמעותית מהלוואות דומות לרשתות אופנה מקבילות.

COVID -19

ענף הקוסמטיקה עבר הטיה לטובת מותגי "משפיעניות" משפיעניות שונות יצרו לעצמן מותגי טיפוח ואיפור, מותגים אלו נמכרים באתרי אותן משפיעניות, תחלופת פופולריות המשפיעניות גורם לתחלופת המותגים.

החברה מנסה להתמקד במוותגי איפור וטיפוח יוקרתי, שם יש חשיבות לקשר האישי עם הדיילת.

מגמה זו מקשה על יצרניות האיפור והטיפוח בעולם ועל הקמעונאים בארץ.

מתוכננת רפורמה בתחום יבוא הקוסמטיקה המקילה את תהליכי היבוא

המקביל, אשר עלולה גם היא להעמיק את התחרות בענף.

שוק הקוסמטיקה (תמרוקים) 2020-2021

גודל השוק.

השוק מוערך בסדר גודל של 17 עד 20 מיליארד ₪ (כולל מע"מ) ונשאר בגודל דומה לשנת 2021.

למגיפה היו השפעות על שוק זה בעיקר מעבר לקניה מקוונת, צמצום רכישות ישירות בטיול בחו"ל, וכן גידול ברכישת מוצרי טיפוח העור על חשבון מוצרי איפור.

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.

תחרות.

מדובר עדיין בשוק ריכוזי הנתון לשליטת רשת סופר פארם, בשנת 2020 רשת BE של שופרסל (בעבר בבעלות המשביר 365) התחזקה גם היא מספר הסניפים שלה עלה 86 והיא הגיע לאיזון תפעולי, סך ההכנסות של BE גדל בשנת 2020 לסך של 811 מיליון ₪ לעומת 706 מיליון ₪ בשנת 2019. הכנסות BE בשלושת הרבעונים הראשונים של 2021 עמדו על 701 מיליון ₪ לעומת 606 מיליון ₪ בשנת 2020.

בשנה זו גדלה התחרות מצד רשתות דיסקאונט דוגמת רשת גוד פארם. המתמחים בקוסמטיקה עממית וביבוא מקביל של בשמים

תוצאות הפעילות העסקית



המשביר לצרכן בתי
כלבו בע"מ

המשביר בתי כלבו תוצאות כספיות

המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ

דוחות פרופורמה על המצב הכספי

התחייבויות והון.

התחייבויות שוטפות

חליות שוטפות בגין הלוואה לזמן ארוך מתאגיד בנקאי
ספקים ונותני שירותים
החברה האם
התחייבויות אחרות לזמן קצר לחברה האם בגין חכירה ומיצוע
זכאים ויתרות זכות
סה"כ התחייבויות שוטפות

התחייבויות לא שוטפות

התחייבויות בגין הטבות לעובדים
התחייבות לזמן ארוך לחברה האם בגין חכירה ומיצוע
הלוואה לזמן ארוך מהחברה האם
הלוואה לזמן ארוך מתאגיד בנקאי
התחייבויות אחרות לזמן ארוך
סה"כ התחייבויות לא שוטפות

הון

הון המניות
פרמיה על מניות
קרן הון
עודפים

סה"כ הון

סה"כ התחייבויות והון

-	3,732
202,776	185,059
27,354	14,423
930	778
63,671	59,305
294,731	263,297
14,391	14,585
14,083	14,605
25,311	25,311
-	13,596
46,033	53,225
99,818	121,322
71	71
63,642	63,642
(2,845)	(3,011)
19,663	43,648
80,531	104,350
475,080	488,969

ליום 31 בדצמבר

2020	2021
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
71,915	54,863
70,675	89,421
8,740	5,737
2,650	1,276
1,723	6,912
166	-
145,094	154,526
300,963	312,735
11,087	13,314
154,772	156,652
8,040	5,810
218	458
174,117	176,234
475,080	488,969

נכסים

נכסים שוטפים

מזומנים ושווי מזומנים
לקוחות
מקדמות לספקים
חייבים ויתרות חובה
חברות קשורות
נכסי מיסים שוטפים
מלאי

סה"כ נכסים שוטפים

נכסים לא שוטפים

מזומנים המוגבלים בשימוש לזמן ארוך
רכוש קבוע, נטו
נכסי מסים נדחים
יתרות חובה לזמן ארוך

סה"כ נכסים לא שוטפים

סה"כ נכסים

המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ**דוחות פרפורמה על הרווח והפסד**

לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר

2019	2020	2021
אלפי ש"ח	אלפי ש"ח	אלפי ש"ח
1,038,530	650,130	816,448
618,036	384,781	468,002
420,494	265,349	348,446
379,198	237,128	284,054
29,146	20,915	26,844
(430)	37	-
12,580	7,269	37,548
3,202	1,533	2,144
9,378	5,736	35,404
13	12	187
(2,858)	(2,362)	(4,316)
(2,845)	(2,350)	(4,129)
6,533	3,386	31,275
(2,379)	(810)	(7,290)
4,154	2,576	23,985

הכנסות

עלות ההכנסות

רווח גולמי

הוצאות מכירה ושיווק

הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות (הכנסות) אחרות, נטו

רווח הפעלה לפני דמי ניהול

דמי ניהול לחברה האם

רווח הפעלה

הכנסות מימון

הוצאות מימון

הוצאות מימון נטו**רווח לפני מסים על ההכנסה**

הוצאות מיסים על ההכנסה

רווח לתקופה

פרמטרים עיקריים :

	2019	2020	*2021	
הכנסות	1,038,530	650,130	801,113	
רווח גלמי	420,494	265,349	342,870	
אחוז רווח גלמי	40.49%	40.81%	42.80%	
רווח תפעולי לפני דמי ניהול לחברה האם	12,580	7,269	41,029	
אחוז רווח תפעולי	1.21%	1.12%	5.12%	

* שנת 2021 ללא מכירות באינטרנט

על סמך השיפור הדומיננטי בפרמטרים אלו , ההערכה בחברת האם היא כי שווי החברה עלה באופן

משמעותי מאוד (להערכת הנהלת החברה לפחות ב200 מיליון ₪) ביחס לשוויה בשנה קודמת

שינוי מחיר מניות חברת האם במסחר בבורסה אולי תומך בעמדתם זו.

החברה לא הצליחה לייצר רווח תפעולי בגובה כזה לפחות משנת 2013.

הערכה זו של החברה באה לידי ביטוי גם בתקציב החברה ובאומדניה לחמש השנים הקרובות.

אציין רק כי התוצאות בפועל טובות פחות אתר האינטרנט אותו הפעילה החברה בשנת 2021

תרם רווח גולמי בשיעור נמוך של 36.32 % והפסד תפעולי בסך 3,466 אלפי ₪. בניתוח הנוכחי

פעילות האינטרנט העתידית לא נלקחה בחשבון לאור כוונת החברה להפעילה בחברה אחות, לכן הטבלה האמורה משקפת את המדדים הרלבנטיים

לצורך אומדן התוצאות בעתיד.

מתודולוגיה

המשביר לצרכן בתי
כלבו בע"מ



עבודתי התבססה על הנחיותיהם של התקנים הבינלאומיים IFRS3R ו- IAS36

- IFRS3R קובע כי מוניטין אשר נבע משילוב עסקים לא יופחת אלא ייבחן הצורך בהורדת ערכו אחת לשנה או בתדירות גבוהה יותר אם קיומם של אירועים או שינויים בנסיבות העשויים להעיד על הצורך בהורדת ערכו. הורדת ערכו תעשה בהתאם להנחיות IAS36.
- IAS36 קובע נהלים שעל ישות ליישם כדי להבטיח שנכסיה לא יוצגו בסכום העולה על סכום בר ההשבה שלהם. נכס מוצג בסכום, הגבוה מהסכום בר ההשבה שלו, כאשר ערכו בספרים עולה על הסכום שיתקבל מהשימוש בנכס או ממכירתו. במקרה כזה, חלה ירידה בערך הנכס והתקן דורש מהישות להכיר בהפסד מירידת ערך.
- ירידת ערך מוניטין שנרכש בצירוף עסקים יוקצה ממועד הרכישה לכל אחת מהיחידות המניבות מזומנים אשר חזויות ליהנות מהסינרגיות של צירוף העסקים. בחינה לירידת ערך של יחידה מניבה מזומנים, אליה הוקצה מוניטין, תעשה על ידי השוואת ערכה בספרים של היחידה, כולל מוניטין, לסכום בר ההשבה שלה.
- **סכום בר השבה** יחושב כגבוה מבין השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירת הנכס, או יחידה מניבת מזומנים, לבין שווי השימוש בו. הראיה הטובה ביותר לשווי ההוגן בניכוי עלויות למכירת הנכס היא המחיר שנקבע בהסכם מכירה מחייב בין מוכר מרצון לקונה מרצון. שווי השימוש של הנכס הינו הערך הנוכחי של אומדן תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים לנבוע משימוש מתמשך בנכס וממימושו בתום החיים השימושיים שלו.
- IAS36 לא דורש לבחון הן את השווי ההוגן בניכוי עלויות מימוש והן את שווי השימוש. במידה ואחד מהנ"ל גבוה מהסכום בספרים, לא חלה ירידה בערך הנכס ואין צורך לאמוד את הסכום האחר.
- במידה שהסכום בר ההשבה של נכס או יחידה מניבה מזומנים נמוך מהשווי בספרים לרוב יופחת השווי בספרים לגובה הסכום בר ההשבה, וירידה זו תהא הפסד מירידת ערך.

מקור: IAS36.

- **בהתאם להנחיות IAS36, במסגרת עבודתי התייחסתי לגישת שווי השימוש בלבד ולא בחנתי את השווי ההוגן בניכוי עלויות המכירה של המשביר בתי כלבו בע"מ.**
- מוניטין הנרכש בצירוף עסקים מייצג תשלום שבוצע על ידי הרוכש בציפייה להטבות כלכליות עתידיות מנכסים אשר לא ניתן לזהות אותם באופן ספציפי ולהכיר בהם בנפרד. מוניטין אינו מניב תזרימי מזומנים באופן בלתי תלוי מנכסים אחרים או קבוצות נכסים אחרות, ולעיתים קרובות תורם לתזרימי המזומנים של מספר יחידות מניבות מזומנים.
- מכיוון שלמוניטין כשלעצמו אין שווי שימוש עצמאי (משום שלא ניתן לייחס אליו תזרימי מזומנים באופן ישיר) או שווי הוגן, מייחסים את המוניטין ליחידה מניבת המזומנים או מספר יחידות מניבות מזומנים.
- לצורך בחינת ירידת ערך, מוניטין אשר נרכש בצירוף עסקים מוקצה החל מיום הרכישה לכל אחת מהיחידות המניבות מזומנים או קבוצות של יחידות מניבות מזומנים של הרוכש.

מבנה יחידת מניבת המזומנים של המשביר

- על פי קביעתה של החברה, כלל פעילותה מהווה "יחידה מניבת מזומנים" אחת למועד הבחינה, וכן המוניטין אמור להיבחן ברמה זו וכך נתבקשה גם בחינת ירידת הערך. הדבר התקבל כנתון ולא נבדק או בוקר על ידי ואיני מחווה כל דעה או מביע עמדה בהתייחס לכך.
- הערך הפנקסני של המשביר בתי כלבו בע"מ לצרכי בחינת ירידת הערך, נכון ליום 31 בדצמבר 2021, נאמד על ידי המשביר 365 בע"מ בכ-108,732 אלפי ש"ח (יובהר כי ערך זה לא נבחן על ידי).

גישת ההכנסות - היוון תזרים מזומנים – (Discounted Cash Flow) DCF

השווי ההוגן בשיטה זו מבוסס על שיטת היוון תזרימי מזומנים עתידיים (DCF), לפיה שווי החברה או הנכס נקבע על פי היוון תזרימי המזומנים הצפויים. בשיטה זו נדרשת תחזית תזרימי מזומנים לתקופה של מספר שנים, על סמך ניתוח רכיבי ההכנסות והוצאות, והערכת שווי הפעילות הנמשכת לאחר תום תקופת התחזית שנערכה. בנוסף, השיטה מחייבת קביעת שיעורי היוון המתאימים לסוג החברה ולרמת הסיכון הגלומה בה.

ההערכה כוללת שני שלבים:

- עריכת תחזית תזרימי המזומנים (גובה התזרים ופריסתו של פני השנים).
- ניכיון התזרים בשיעור המתאים בהתחשב בשיעור הריבית המקובל לרמת הסיכון העומדת בפני המשקיע.
- לשווי המתקבל יש להוסיף את ערך הנכסים העודפים של העסק - הנכסים שלא שימשו את העסק בייצור ההכנסה העתידית. בנוסף, משווי זה יש לנכות את שווי ההתחייבויות הפיננסיות, נטו. שיטה זו מתאימה במיוחד לנסיבות שבהן ניתן לאמוד באופן סביר את תחזית תזרים המזומנים.
- ניתוח לפי שיטה זו מבוסס על ההנחות הבאות:
 - החברה שווה היום את התזרים שהיא תפיק לבעליה בעתיד.
 - מזומן שהתקבל היום שווה יותר מאותו הסכום שיתקבל בעתיד; וכן
 - ניתן להעריך את תזרים המזומן העתידי במידת מהימנות סבירה.

שיטת השווי הנכסי NAV – Net Asset Value

בשיטת השווי הנכסי יש להעריך את שווייה של החברה על פי ערכי השוק של נכסיה בניכוי ערכי השוק של התחייבויותיה. שיטה זו מתבססת על מאזן החברה ומתאימה את ערך הנכסים וההתחייבויות, כפי שהם רשומים בספרי החברה, לשוויים הכלכלי. השיטה מתאימה להערכת חברות ללא נכסים בלתי מוחשיים מהותיים, כגון חברות נדל"ן וכן לעסק העומד בפני פירוק. לחברות מתחומים אחרים שיטה זו מביאה בדרך כלל ל"רצפת השווי" שכן היא אינה מביאה בחשבון את "מוניטין" החברה, קרי את יכולתה להשיג רווחים מעבר לרווח הנורמאלי. לעיתים, במסגרת ביצוע הערכת שווי על פי שיטה זו, מתייחסים גם לרכיב שווי פוטנציאל פעילות יזמית בעתיד. הרציונל העומד מאחורי התייחסות לפרמיית הזמות, הוא כי בפעילותה של חברה, קיים שווי לזמות עתידית וזאת על סמך פעילותה בעבר, מעמדה בשוקי הפעילות ויכולתה לאורך השנים לייצר פרויקטים חדשים אשר עשויים להניב עבורה רווחים עתידיים. הנחה זו משקפת את הנחת העסק החי, לפיה חברה תמשיך לזום ולבנות פרויקטים חדשים, גם בתום השלמת כל הפרויקטים הקיימים למועד הערכת השווי.

שווי פרמיית יזמות של חברה, מחושב על בסיס יכולתה לייצר תזרימים עתידיים מעבר לנכסים והחוזים הקיימים. תזרימים אלו משקפים את הרווחים מייזום פרויקטים עתידיים, ולוקחים בחשבון הנחות שונות ומשתנים רבים כגון:

- יכולתה של חברה להסתגל לתנאי שוק משתנים ומתפתחים.
- נתוני הכנסות היסטוריים.
- ממוצעי צמיחה היסטוריים.
- דיסקאונט בשל סביבה רגולטורית משתנה וסיכונים אינהרנטיים האופייניים לענף.
- יובהר כי בעבודה זו נבחן שווי שימוש (ולא שווי הוגן), הכולל, בין השאר, ערכים סינרגטיים בין הנכסים ברמת החברה.

גישת הערכת השווי ששימשה בעבודה זו

הערכת השווי בוצעה לפי גישת ההכנסות - היוון תזרימי מזומנים עתידיים (DCF), התואמת את אופי פעילות החברה, כפי שהוסבר לעיל.

מתודולוגיית הערכת השווי

מתודולוגיה וסינרגיות ושיעור היוון

שיעור ההיוון

- בכדי לקבוע את שווי הפעילויות על פי מודל היוון תזרימי המזומנים יש לקבוע את שיעור ההיוון המתאים לניכיון תזרימי המזומנים. שיעור ההיוון מהווה את הבסיס להיוון תזרימי המזומנים העתידיים והבאתם לערכים נוכחיים.
- מחיר ההון העצמי - אחת הדרכים המקובלות לקביעת עלות ההון העצמי היא מודל השוק – CAPM (Capital Asset Pricing Model) מודל זה מחשב את מחיר ההון בהתבסס על שיעור התשואה הנדרש על מקורות ההון חסרי הסיכון בשוק, בתוספת פרמיה הנדרשת בגין סיכון החברה וסיכונים השוק. סיכון השוק מוגדר כתוספת המתבקשת על ידי משקיעים מעל לשיעור הריבית חסרת הסיכון בשוק. ההתאמה לסיכונים החברה נעשית על ידי הכפלת פרמיית הסיכון של השוק בשיעור הסיכון השיטתי של החברה. הסיכון השיטתי מייצג את גמישות השינוי במניית החברה בהשוואה לשינוי בכל המניות בשוק. מחיר ההון על פי המודל מחושב כדלקמן:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + R_s$$

כאשר:

K_e - מחיר ההון העצמי.

R_f - תשואת ריבית חסרת סיכון.

β - שיעור סיכון. "הסיכון השיטתי" אותו לא ניתן לבטל על ידי פיזור תיק ההשקעות.

R_m - תשואת תיק השוק. התשואה הנדרשת על ידי המשקיעים בשוק המניות.

$R_m - R_f$ - פרמיית הסיכון של שוק המניות. פרמיית הסיכון הנדרשת בידי משקיעים מעל לריבית חסרת הסיכון.

R_s - פרמיית הסיכון לגודל, וכן פרמיות ספציפיות נוספות (ככל שרלוונטי).

- מחיר ההון הזר - עלות גיוס ההון הזר שהחברה משלמת בגין חובותיה ארוכי הטווח החיצוניים. עלות המימון מוכרת לצרכי מס, על כן העלות נטו היא לאחר המס השולי שהחברה משלמת.

$$K_d \text{ net} = (K_d) * (1 - T_c)$$

K_d - מחיר החוב לפני מס.

T_c - שיעור מס החברות הסטטוטורי.

בהתאם לאמור לעיל, שיעור ההיוון הראלי של החברה נאמד ב-11.07%.

חישוב מחיר ההון WACC

המשביר בתי כלבו בע"מ



מחיר הון משוקלל WACC

1. נגזר מתוך הלוואה בערבות המדינה.
2. ממוצע ענפי דמודראן. (US)
3. מס הכנסה בישראל בשיעור 23%.
4. עקום ריבית בנק ישראל 15 שנה.
5. דמודראן (US)
6. כולל סיכון מדינה, דמודראן.
7. Duff & Phelps Size premium.
8. הערכת מעריך השווי, סיכון נוסף בשל מבנה פיננסי יחודי של החברה ובשל הקושי שלה לגייס הון זר.
9. רכיב זה קטן ביחס לשנה קודמת עקב גיוס הון זר והקטנת הסתמכות מלאה של החברה במימון על ידי ספקיה.
10. דמודראן.

חישוב שיעור הון משוקלל WACC			
ביאורים			
1	12.83	Kd	ריבית על חוב (צמודה)
2	0.14		משקל חוב
3	0.77	1-Tc	נכוי מס
	1.37	Kd net	מרכיב חוב
4	-0.72	Rf	ריבית חסרת סיכון (צמודה)
5	1.17	β	בטא ממונפת
6	4.94	Rm – Rf	פרמית סיכון
	5.05		מחיר הון לפני תוספות ספציפיות
7	3.21	Rs	תוספת בגין גודל
8	3.00		סיכון פיננסי נוסף
	11.26	Ke	מחיר הון עצמי
9	0.86		משקל
	9.71		מרכיב הון
	11.07	WACC	מחיר הון משוקלל

תזרים מזומנים ושווי פעילות



המשביר בתי כלבו בע"מ

תכנית עסקית ותזרים מזומנים חזוי

π

	2019	2020	*2021
הכנסות	1,038,530	650,130	801,113
רווח גלמי	420,494	265,349	342,870
אחוז רווח גלמי	40.49%	40.81%	42.80%
רווח תפעולי לפני דמי ניהול לחברה האם	12,580	7,269	41,029
אחוז רווח תפעולי	1.21%	1.12%	5.12%

כאמור לעיל על סמך נתוני החברה בשנת 2021 החברה בנתה תחזית מאוד אופטימית לשנים הבאות.

ניתחתי את תוצאות החברה בהשוואה לחברות אחרות בתחום:

משביר 365			גולף			קסטרו			פוקס			רבעון 1
2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	
235,202	193,348	139,071	194,824	193,976	213,047	363,763	284,259	262,992	508,105	579,442	779,381	מכירות
90,420	78,670	56,900	115,456	108,183	121,610	194,966	150,654	150,347	275,068	303,813	417,520	גולמי
-555	-861	13,692	-8,628	-26,024	16,747	-42,129	-83,019	25,852	5,901	-15,848	64,946	תפעולי
38.44%	40.69%	40.91%	59.26%	55.77%	57.08%	53.60%	53.00%	57.17%	54.14%	52.43%	53.57%	שעור גולמי
-0.24%	-0.45%	9.85%	-4.43%	-13.42%	7.86%	-11.58%	-29.21%	9.83%	1.16%	-2.74%	8.33%	שעור תפעולי
												שלושת רבעונים ראשונים
764,328	525,230	571,395	672,407	606,148	677,505	1,246,414	918,967	1,125,945	1,901,255	1,999,333	2,911,232	מכירות
306,123	212,950	242,093	416,651	363,507	418,600	704,387	518,802	683,528	1,070,190	1,133,288	1,698,216	גולמי
26,385	34,007	52,472	18,259	18,790	44,280	-25,400	43,088	152,016	234,080	186,204	371,621	תפעולי
40.05%	40.54%	42.37%	61.96%	59.97%	61.79%	56.51%	56.45%	60.71%	56.29%	56.68%	58.33%	שעור רווח גולמי
3.45%	6.47%	9.18%	2.72%	3.10%	6.54%	-2.04%	4.69%	13.50%	12.31%	9.31%	12.77%	שעור רווח תפעולי
		1.82%			1.82%			4.25%			1.65%	עליה ברווח גולמי
												רבעונים 2-3
529,126	331,882	432,324	477,583	412,172	464,458	882,651	634,708	862,953	1,393,150	1,419,891	2,131,851	מכירות
215,703	134,280	185,193	301,195	255,324	296,990	509,421	368,148	533,181	795,122	829,475	1,280,696	גולמי
26,940	34,868	38,780	26,887	44,814	27,533	16,729	126,107	126,164	228,179	202,052	306,675	תפעולי
40.77%	40.46%	42.84%	63.07%	61.95%	63.94%	57.71%	58.00%	61.79%	57.07%	58.42%	60.07%	שעור גולמי
5.09%	10.51%	8.97%	5.63%	10.87%	5.93%	1.90%	19.87%	14.62%	16.38%	14.23%	14.39%	שעור תפעולי
		2.38%			2.00%			3.78%			1.66%	גידול רווח גולמי
		-1.54%			-4.94%			-5.25%			0.16%	גידול רווח תפעולי

תכנית עסקית ותזרים מזומנים.

- רווח גולמי.
- השוואת החברות לעיל מראה כי עליית הרווח הגולמי של המשביר בתי כלבו בחלקה אינה כתוצאה מפעולתה היא, אלא משקפות עליה רוחבית של כלל השוק.
- ממוצע עלית שיעור הרווח הגולמי של החברות בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה הוא 2.39% בעוד שיעור הרווח הגולמי של המשביר בתי כלבו עלה רק בשיעור של 1.82%. אם נבחן רק את שני הרבעונים השני והשלישי (לרבעון הראשון נתייחס מיד בנפרד), ממוצע עלית הרווח הגולמי הוא 2.45% בעוד הרווח הגולמי במשביר בתי כלבו עלה גדל רק ב-2.38%.
- הסיבות לעליית הרווח הגולמי הן העליה בביקוש שעיקרה סגירת השמיים לקניות בחו"ל אשר היו זולות משמעותית ומשכו את המחירים כלפי מטה, גם רכישות באינטרנט מאתרי חו"ל נפגעו עקב קשיים בשרשרת האספקה כך שלחץ המחירים מצד אחד פחת, ומאידך היחלשותו המתמשכת של הדולר של הדולר (בניכוי עלית מחירי ההולדה הימית) הוזילה את עלויות הסחורה, הוזלה שכפי שניתן לראות לא הועברה (לפחות לא במלואה) לציבור.
- פתיחת השמיים כפי שנראה שמבוצעת במועד כתיבת הערכת שווי זו והסדרת שרשרת האספקה צפויה להערכתי לקזז חלק משמעותי מעליית שיעור הרווח הגולמי בשנת 2021. לכן נקודת המוצא לבניית תזרים המזומנים החזוי שלי שונה מתזרים המזומנים החזוי על ידי החברה בהנחת אחוז רווח גולמי מהמכירות הנחה בעלת משמעות מכרעת על הערכת שווי החברה.
- עם זאת החברה הקטינה אחוז מכירות מלאי בקונסיגנציה והכניסה את המותג קנת קול עם שיעור רווח גלמי משמעותי גבוה משמעותית יותר.
- רבעון ראשון 2021.
- הניתוח לעיל מלמד דבר נוסף מעניין במיוחד.
- בשנת 2019 ובשנת 2020 חג הפסח נפל החודש אפריל ואילו בשנת 2021 חג הפסח נפל ב-27 במרץ
- "חג" הבחירות בשנת 2019 נפל באפריל ואילו בשנת 2020 ובשנת 2021 נפל בחודש מרץ (בשנת 2021 ביום 23.3.2021).
- ניתן לראות שמסורתית הרבעון הראשון בחברות בענף הוא רבעון חלש מאוד ובחלקן אף הפסדי.
- השנה (2021) כאילו "בהזמנה" חל סגר בחודשים החלשים ביותר הסגר שהחל ביום 27.12.2020 ונמשך עד ליום 21.2.2021, בעצם הסגר הכיל את חודשים ינואר פברואר והסתיים לקראת חודש מרץ חודש בו חל חג הפסח והתקיימו הבחירות לכנסת ישראל. הרשתות קיבלו אפשרות להוציא עובדים לחל"ת והחזרי הוצאות קבועות בגין החודשים החלשים בשנה.
- נדמה לי שצירוף זמנים מיוחד זה מסביר חלק מהתוצאות הטובות במיוחד של הרשתות בשנת 2021.

תכנית עסקית ותזרים מזומנים.

▪ רווח תפעולי.

- בשנת 2021 היו הטבות מיוחדות חד פעמיות אשר השפיעו על רווח זה. נטרולן יהווה אמת מידה לרווח התפעולי העתידי של החברה.

	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>*2021</u>	
הכנסות	1,038,530	650,130	801,113	
רווח גלמי	420,494	265,349	342,870	
אחוז רווח גלמי	40.49%	40.81%	42.80%	
רווח תפעולי לפני דמי ניהול לחברה האם	12,580	7,269	41,029	
אחוז רווח תפעולי	1.21%	1.12%	5.12%	
הפחתת רווח גולמי חד פעמי 0.9%			7,210	
הפחתת הטבות קורונה חד פעמיות (לא ברבעון הראשון)			7,700	
הפחתת מענק חד פעמי השתתפות בפרסום			4,987	
ביטול זמני של הטבות שכר			<u>1,500</u>	
רווח תפעולי מתוקן			<u>19,632</u>	
אחוז רווח תפעולי			<u>2.45%</u>	
בניכוי תוצאות אתר * אינטרנט				

▪ רווח תפעולי.

השיפור בשיעור הרווח התפעולי של החברה נותן ביטוי לפעולות ייעול שביצעה החברה כמו הקטנה ממשית בכוח אדם וצמצום שטחי מסחר.

חלק מהקטנה זו תקבל ביטוי מלא רק בשנת 2022.

להערכתנו בשנת פעילות מלאה כולל החודשים ינואר פברואר אשר בשנים קודמות היו חודשים הפסדים לחברה, אולם עם מכירות גדולות והולכות של המותג "קנת קול" ופעולות הייעול של החברה שכבר בוצעו (כגון הקטנת שטחים) שיעור הרווח התפעולי יהיה בשנת 2022 קרוב ל-2.5%.

תחשיב זה המניח קיטון בשיעור הרווח הגולמי בשנת 2022 ואילך, מצביע על רווח תפעולי בסביבות גבול אמת המידה בהלוואה הבנקאית ועל השלכות אפשריות של כל סטיה לרעה ממנו.

תכנית עסקית ותזרים מזומנים צפוי

בקצרה: נקודות מפתח בתקציב ובתוכנית העסקית.

התוכנית העסקית והתקציב של המשביר בתי כלבו מתבסס על מספר נקודות מרכזיות:

- צמצום כוח אדם בסניפים, כך שעלות השכר בסניפים לא תעלה על 11.5% מההכנסות.
- קיטון הוצאות שכר דירה, על ידי הפחתת עלויות שכירות וצמצום שטחי סניפים מסוימים.
- הגדלת הרווח הגולמי בעיקר באמצעות יצור ומכירה של מוצרי הלבשה מהמותג "קנת' קול" (Kenneth Cole).
- פיתוח אתר אינטרנט למכירה מקוונת של מוצרי החברה.
- כמות כוח האדם צומצמה אומנם לא 1,350 אבל בכל זאת צמצום משמעותי:

מספר עובדים ליום 31.12.2019	מספר עובדים ליום 31.12.2020	מספר עובדים ליום 31.12.2021 [1]	
1,872	1,518	1,438	עובדי הרשת
1,114	641	852	נציגים של זכיינים או ספקים (כולל דיילי קוסמטיקה)
12	10	10	עובדי קבלן
2,998	2,169	2,300	סה"כ

החברה חזרה לפתוח את הסניפים במוצאי שבתות.

להערכת הוצאות השכר (עובדי סניפים ללא מטה) יעמדו על 12.4% מההכנסות. (בהשוואה ל 14.4% בשנת 2019).

התייחסות לנקודות המפתח (המשך).

- שכר דירה.
- החברה תקצבה שטחי שכירות לשנת 2021 של 67,399 מ"ר. ביחס ל 72,694 מ"ר בשנת 2019. בפועל ליום 31.12.2021 לחברה 67,665 מ"ר.
- מותג קנת קול
- החברה בנתה רבות על פיתוח ומכירת מותג בינ"ל זה אשר היא קיבלה את הזיכיון שלו בארץ. המותג הוא מותג אופנת גברים אולם בארץ החברה "מתחה" את המותג גם לאופנת נשים ואפילו לתחום הלבשה תחתונה גם של נשים. בפועל החברה התעכבה בהחדרתו והמותג החל להימכר רק בנובמבר 2021 ולכן לא ניתן לבחון את התוצאות האמיתיות של החדרתו.

תכנית עסקית ותזרים מזומנים צפוי

▪ מותג "קנת' קול" (Kenneth Cole).

החברה תולה תקוות רבות לשיפור דרמטי ברווח הגולמי והתפעולי עם החדרת מותג קנת' קול בעיקר בגזרת הלבשת גברים אבל גם נשים, נעליים ואביזרים.

אני איני שותף לאופטימיות זו. שוק האופנה מוצף ב"מותגים" רובם מותגים ותיקים וידועים בהם הושקע ממון רב בפיתוחם ושמירה עליהם. קנת' קול אינו נכנס לזירה "בתולה" אלא לזירה רוויה מאוד. למרות שהמותג היה קיים בישראל בעבר ושווק על ידי סקאל (יבוא) הוא לא הותיר את רישומו בשוק בישראל ובניית המותג מחדש תצריך משאבים ואורך רוח ולהערכתי תישא תוצאות מיידיות פחות מכפי שצופה החברה.

החברה האמינה כי בשנת 2021 מכירות המותג יעמדו על 41.5 מיליון ₪ בפועל החברה החדירה את מותג קנת' קול רק בנובמבר 2021 כך שמכירות המותג בשנת 2021 עמדו על פחות מ-6 מיליון ₪.

החברה מעריכה כי מכירות מותג קנת' קול על ידה יעמדו בעוד חמש שנים על כ-125 מיליון ₪ הערכתי שונה באופן מהותי מהערכה זו.

הנחות החברה בנוגע לרווחיות כתוצאה מהמותג "קנת' קול" נראות בעיני כאופטימיות במידה יתירה.

▪ אומדן מעריך השווי ביחס למכירות קנת' קול בהשוואה לאומדן החברה.

(אלפי ₪)

	2026	2025	2024	2023	2022
מכירות תקציב החברה	124,328	111,819	97,620	83,157	67,168
מכירות הערכת מעריך השווי	64,392	62,822	59,830	50,400	42,000
הפרש	59,936	48,997	37,790	32,757	25,168

החברה מעריכה כי הרווח הגולמי הכולל ממכירות קנת' קול יעמוד על כ-63% עמדת מעריך השווי היא כי הרווח הגולמי ממכירות קנת' קול יעמדו על 60%.

תכנית עסקית ותזרים מזומנים צפוי

כתוצאה מכל האמור לעיל נוצרו הפרשים מהותיים בין תקציבי והערכות החברה לבין אומדני מעריך השווי להלן תמציתם :

			אלפי ₪		
	2026	2025	2024	2023	2022
הערכת החברה					
הכנסות	1,075,885	1,059,985	1,044,321	992,564	1,007,370
רווח גולמי	475,518	466,163	456,396	431,511	434,118
רווח תפעולי	75,246	69,913	62,818	59,602	61,632
הערכת מעריך השווי					
הכנסות	1,024,444	1,009,304	994,389	937,821	938,549
רווח גולמי	432,757	426,244	419,554	394,545	393,252
רווח תפעולי	32,639	30,105	27,550	24,513	22,583
הפרשי חברה מול מעריך השווי					
הכנסות	51,441	50,681	49,932	54,743	68,821
רווח גולמי	42,761	39,919	36,842	36,966	40,866
רווח תפעולי	42,607	39,808	35,268	35,089	39,049



תזרים מזומנים ושווי פעילות

חישוב תזרים מזומנים מהוון:

(אלפי ₪)

לפרוט מלא של סעיפי רו"ה –נספח ג'
ירידת מכירות 2023 נובעת מסגירת
סניפים.
ניתוח הוצאות פרסום ראה נספח ב'
גידול בהכנסות 2024 נובע מפתיחה
מתוכננת של חנות באילת.

שנה מייצגת	2026	2025	2024	2023	2022	הכנסות
						הכנסות רשת ללא קנת' קול
	974,453	960,052	934,559	887,421	896,549	
	65,358	64,392	59,830	50,400	42,000	הכנסות קנת' קול
	1,039,811	1,024,444	994,389	937,821	938,549	סה"כ הכנסות
						עלות המכר
	574,420	565,931	550,903	523,116	528,497	רשת ללא קנת' קול
					58.95%	
	26,143	25,757	23,932	20,160	16,800	קנת' קול
					40.00%	
	600,563	591,687	574,835	543,276	545,297	סה"כ עלות המכר
	439,248	432,757	419,554	394,545	393,252	רווח גלמי
	42.24%	42.24%	42.19%	42.07%	41.90%	שעור רווח גלמי
	371,664	369,238	361,123	339,152	339,789	סה"כ סניפים
	31,080	30,880	30,880	30,880	30,880	סה"כ מטה
	36,504	32,639	27,550	24,513	22,583	רווח תפעולי לפני מס
	3.51%	3.19%	2.77%	2.61%	2.41%	שעור רווח תפעולי
	8,396	7,507	6,337	5,638	5,194	מס הכנסה
	28,108	25,132	21,214	18,875	17,389	רווח לאחר מס
	22,800	22,864	23,050	23,266	23,316	פחת
	22,800	12,000	7,000	5,000	5,000	השקעות
	176	173	646	-8	1,395	גידול בהון חוזר
	27,932	35,823	36,617	37,149	34,310	תזרים לשנה

תכנית עסקית ותזרים מזומנים צפוי

שנתיים	2022	2023	2024	2025	2026	שנה מייצגת	שווי פעילות
תזרים מהון	32,555	31,735	28,162	25,533	22,332	181,909	322,227

■ השוואה להערכות שווי של המשביר בתי כלבו בעבר :

שווי הפעילות עומד על 322,227 אלפי ₪.

(אלפי ₪)

2021	2020	2019	2018	2017	2016	*2015	
322,227	259,816	295,663	241,637	270,105	303,192	419,601	שווי פעילות

למחיר ההון WACC ישנה השפעה רבה על הערכת שווי הפעילות של החברה.

יש להדגיש כי שווי פעילות המשביר בתי כלבו ליום 31.12.2021 אינו כולל את פעילות המכירות באינטרנט, פעילות שהועברה לחברה אחרת.

הערכת שווי הפעילות התבססה על ההנחת צמיחה פרמננטית בשנה המייצגת של 1.5% לשנה (פחות משיעור גידול האוכלוסייה השנתי)

בכל הערכות השווי הקודמות, פעילות האינטרנט (ככול שהייתה) נכללה בהערכת השווי.

ניתוח רגישות להשתנות הערכת שווי הפעילות ביחס לשינויים בפרמטרים אלו :

1.75%	1.50%	1.25%	
361,213	354,858	348,863	10.07%
327,105	322,227	317,597	11.07%
299,476	295,645	291,991	12.07%

שווי הפעילות המוערך על הוא כאמור 322,227 אלפי ₪.

בשנת 2021 פעילות האינטרנט הניבה הכנסות של 15.3 מיליון ₪, רווח גולמי של 5.6 מיליון ₪ והפסד תפעולי של 3.4 מיליון ₪.

נספחים



המשביר לצרכן בתי
כלבו בע"מ

- נספח א' פרופיל מקצועי. 35
- נספח ב' מחיר ההון המשוקלל. 37
- נספח ג' הוצאות פרסום 38
- נספח ד' ירידת ערך מוניטין 39

פרטי מעריך השווי – רו"ח יאיר שלהב

השכלה ורקע מקצועי

מקצוע:

2004 ואילך - בעלים של משרד פרטי לייעוץ כלכלי וחשבונאי.

2003 – 1987 - סומך חייקין KPMG

2000-2003 - 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 :

-חברת "מגה אור" חברה ציבורית העוסקת בעיקר בפיתוח והשכרת נדל"ן מניב למרכזים מסחריים פתוחים ומרכזים לוגיסטיים.

=חברת אלעד מגורים ישראל החדשה בע"מ.

-אקסלנס בית השקעות דירק' באקסלנס ויו"ר דירקטוריון אקסלנס נשואה ניהול תיקי השקעות.

-החברה המרכזית למשקאות קלים.

עיסוק מקצועי נלווה:

2001 – 1998 - חבר ועדת הבחינות של מועצת רו"ח

חבר בצוות התרגום של כללי החשבונאות הבינ"ל (IFRS)

פרסומים מקצועיים שונים

2019 ואילך - חבר הועד המנהל אוניברסיטת חיפה.

2020 ואילך - חבר חבר הנאמנים של אוניברסיטת חיפה

מערך השווי	החברה	
	תקציב 2022	
32,000,000	<u>29,914,500</u>	סה"כ פרסום ברוטו -
7,000,000	10,000,000	סה"כ השתתפויות ספקים
12,000,000	12,333,333	השתתפות מועדון
	-	
19,000,000	22,333,333	סה"כ השתתפות
13,000,000	<u>7,581,167</u>	סה"כ פירסום נטו

- החדרת מותג חדש מחייבת הוצאות פרסום משמעותיים.
- בכוונת החברה להרחיב את חדירת מותג קנתי קול השנה הדבר מחייב השקעה מאסיבית בפרסום.
- אני פחות אופטימי מהחברה בדבר שעור השתתפות הספקים בהוצאות פרסום.
- לאור מערכת הסכמים חתומה בין החברה לבין הצדדים הקשורים השתתפות מועדון פיננסים ו365 בהוצאות הפרסום אינן ניתנות יותר לכאורה לשינוי.
- ניתוח הוצאות הפרסום מעמיד אותן על כ-1.4% מההכנסות לשנה.



נספח ג'

פרוט מלא של סעיפי רווח והפסד חזויים של החברה על פי מעריך השווי.

שנה מייצגת	2026	2025	2024	2023	2022	
הכנסות						
הכנסות רשת ללא קנת' קול	974,453	960,052	946,483	934,559	887,421	896,549
הכנסות קנת' קול	65,358	64,392	62,822	59,830	50,400	42,000
סה"כ הכנסות	1,039,811	1,024,444	1,009,304	994,389	937,821	938,549
עלות המכר						
רשת ללא קנת' קול	574,420	565,931	557,932	550,903	523,116	528,497
קנת' קול	26,143	25,757	25,129	23,932	20,160	16,800
סה"כ עלות המכר	600,563	591,687	583,061	574,835	543,276	545,297
רווח גלמי	439,248	432,757	426,244	419,554	394,545	393,252
שעור רווח גלמי	42.24%	42.24%	42.23%	42.19%	42.07%	41.90%
הוצאות סניפים						
משכורת ונלוות	131,016	129,080	127,172	125,293	118,165	118,257
שכר דירה וניהול	136,821	136,821	135,791	134,255	122,008	121,643
פרסום ומועדון	14,403	14,190	13,980	13,773	12,990	13,000
עמלת כרטיסי אשראי	7,279	7,171	7,065	6,961	6,565	6,570
פחת והפחותות	21,100	21,164	21,164	21,350	21,566	21,616
חשמל	8,515	8,515	8,515	8,550	8,359	8,674
טלפון	330	330	330	320	320	320
מיסים עירוניים וביטוח	31,000	30,935	30,376	29,920	29,222	29,695
ביטוח	1,223	1,223	1,223	1,223	1,187	1,187
תיקונים	2,080	2,049	2,019	1,989	1,876	1,877
שמירה ומניעת אובדן	2,350	2,350	2,350	2,350	2,350	2,350
אריזה	2,080	2,049	2,019	1,989	1,876	1,877
ניקיון	5,199	5,122	5,047	4,972	4,689	4,693
מחשוב	1,040	1,024	1,009	994	938	939
רכב	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
ספירות מלאי	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400
לוגיסטיקה איחסון	1,040	1,024	1,009	994	938	939
לוגיסטיקה העברות בין סניפים	890	890	890	890	890	939
שונות	2,500	2,500	2,500	2,500	2,414	2,414
סה"כ סניפים	371,664	369,238	365,259	361,123	339,152	339,789
הוצאות מטה						
משכורת ונלוות	18,300	18,300	18,300	18,300	18,300	18,300
פחת	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
דמי ניהול	2,580	2,580	2,580	2,580	2,580	2,580
שכר דירה, חשמל וניהול	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
רכב	2,300	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
משפטיות ובקורת	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400
שונות	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900	1,900
סה"כ מטה	31,080	30,880	30,880	30,880	30,880	30,880
רווח תפעולי לפני מס	36,504	32,639	30,105	27,550	24,513	22,583
שעור רווח תפעולי	3.51%	3.19%	2.98%	2.77%	2.61%	2.41%
מס הכנסה	8,396	7,507	6,924	6,337	5,638	5,194
רווח לאחר מס	28,108	25,132	23,181	21,214	18,875	17,389
פחת	22,800	22,864	22,864	23,050	23,266	23,316
השקעות	22,800	12,000	9,000	7,000	5,000	5,000
גידול בהון חוזר	176	173	170	646	-8	1,395
תזרים לשנה	27,932	35,823	36,874	36,617	37,149	34,310

בדיקת ירידת ערך מוניטין נספח ד'



המשביר לצרכן בתי
כלבו בע"מ

נספח ד' בדיקת ירידת ערך מוניטין

אלפי ₪	
משביר החזקות	
נכסים תפעוליים	
89,421	לקוחות
1,276	חייבים ויתרות חובה
5,737	מקדמות לספקים
6,912	חברות קשורות - שוטף
154,526	מלאי
	מיסים שוטפים לקבל
458	חייבים ויתרות חובה ז"א
156,652	רכוש קבוע
414,982	סה"כ נכסים תפעוליים
התחייבויות תפעוליות	
185,059	ספקים
54,407	זכאים
4,898	מיסים שוטפים לשלם
15,201	החברה האם זמן קצר
	הלוואה לזמן ארוך חברה האם
14,605	התחייבויות אחרות לחברה האם זמן ארוך
53,225	התחייבויות אחרות לזמן ארוך
327,395	סה"כ התחייבויות תפעוליות
87,587	נכסים תפעוליים, נטו
21,145	מוניטין בספרי המשביר
108,732	סך ערך פנקסני
322,227	שווי פעילות

אין ירידת ערך מוניטין.