

# המשביר בתי כלבו

הערכת שווי

יאיר שלהב רו"ח

## 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 33

## הערכת שווי המשביר בתי כלבו בע"מ

17 במרץ 2021

לכבוד

גב' ענת יונה סמנכ"לית כספים

המשביר בתי כלבו בע"מ

הנדון: הערכת שווי ליום 21.12.2020 לצורך בדיקת צורך בהפרשה לירידת ערך.

### הזמנת העבודה.

התבקשתי בפברואר 2020 על ידי גב' ענת יונה סמנכ"לית הכספים של המשביר 365 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) בגין השקעתה במשביר בתי כלבו בע"מ (להלן "החברה") נכון ליום 31 בדצמבר 2020 (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 2020 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 2020 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 בתי כלבו בע"מ.

### › הסתמכות על נתונים

- לצורך עבודה זו הסתמכתי על הנתונים הבאים:
  - - תקציב החברה לשנת 2021, תקציב החברה לשנת 2020.
  - -תקציב רב שנתי של החברה לשנים 2021 עד 2025.
  - -דוחות תקציב מול ביצוע לשנים קודמות.
  - -נתונים כספיים ותפעוליים אחרים בלתי מבוקרים, ניירות עבודה הסברים, לגבי התוצאות והמצב הכספי בשנת 2020 וליום 31 בדצמבר 2020.
  - - 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 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.

### › 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 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 בתי  
כלבו בע"מ



# תמצית מנהלים

הערכת שווי הפעילות של החברה השנה מאתגרת במיוחד :

מגפת הקורונה והסגרים אשר הוטלו בעקבותיה השפיעו באופן משמעותי על פעילותה של החברה ואף ישפיעו בעתיד.

מגפת הקורונה הדגישה את נחיצות היכולת לממכר מקוון. תחום בו החברה נמצאת בפיגור עמוק ביחס לרוב מתחרותיה בשוק.

תוספת מיוחדת למחיר ההון המשוקלל בחישוב שווי פעילות החברה הוספה לאור אי הודאות בהתמשכות המגפה ובתוצאותיה, ובמיוחד לאור הסיכון הפיננסי המיוחד לחברה בלבד הנובע מצורת מימונה הייחודית- מימון רוב צרכיה המימוניים על ידי הספקים. מגפת הקורונה הצריכה הגדלת אשראי הספקים של החברה ופריסת תשלומים כלפיהם. מאידך רצונם ובעיקר יכולתם של הספקים להרחיב את מסגרות האשראי לחברה אינן מובטחות ובמיוחד לאור המגפה הפוגעת בספקים גם באזורים אחרים מלבד פעילותם מול המשביר בתי כלבו.

שווי הפעילות של החברה מוערך בעבודה זו בסך של **259,816** אלפי ₪.

שווי פעילות החברה על פי הערכות שווי בשנים קודמות :

| *הוערך על ידי מעריך שווי אחר |         |         |         |         |         |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 2020                         | 2019    | 2018    | 2017    | 2016    | *2015   |
| 259,816                      | 295,663 | 241,637 | 270,105 | 303,192 | 419,601 |
| שווי פעילות                  |         |         |         |         |         |

■ שווי הפעילות הנמוך השנה יחסית לשנות הדמויות מושפע באופן מהותי מחוסר היכולת הפיננסית למחיר ההון המשוקלל (WACC) אשר הייתה השנה גבוהה באופן מיוחד כתוצאה של מגפת הקורונה ורגישותה היתרה של החברה בגין מבנה המימון הייחודי שלה – מימון על ידי ספקי החברה.

■ יש לציין כי בתקופת הקורונה עד כה ספקי החברה פרסו לאחר כל אחד משלושת הסגרים את חוב החברה כלפיהם.

■ ניתוח רגישות למחיר ההון להיוון ולשיעור צמיחה פרמננטי:

| 1.75%   | 1.50%   | 1.25%   |        |
|---------|---------|---------|--------|
| 288,331 | 283,919 | 279,720 | 11.61% |
| 263,318 | 259,816 | 256,469 | 12.61% |
| 242,508 | 239,681 | 236,969 | 13.61% |

החברה ופעילותה

המשביר 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 בתי 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.

נכון למועד הערכה מונה רשת חנויות החברה 36 סניפים בכל רחבי הארץ החולשים על שטח מסחרי של כ-71,328 מ"ר ברשת מועסקים 1,518 עובדים. בנוסף מועסקים כ-641 דיילים. פעילות החברה מתחלקת לארבע תחומי פעילות עיקריים:

## אופנת הלבשה.

## קוסמטיקה.

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.

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



## המשביר בתי כלבו בע"מ כללי

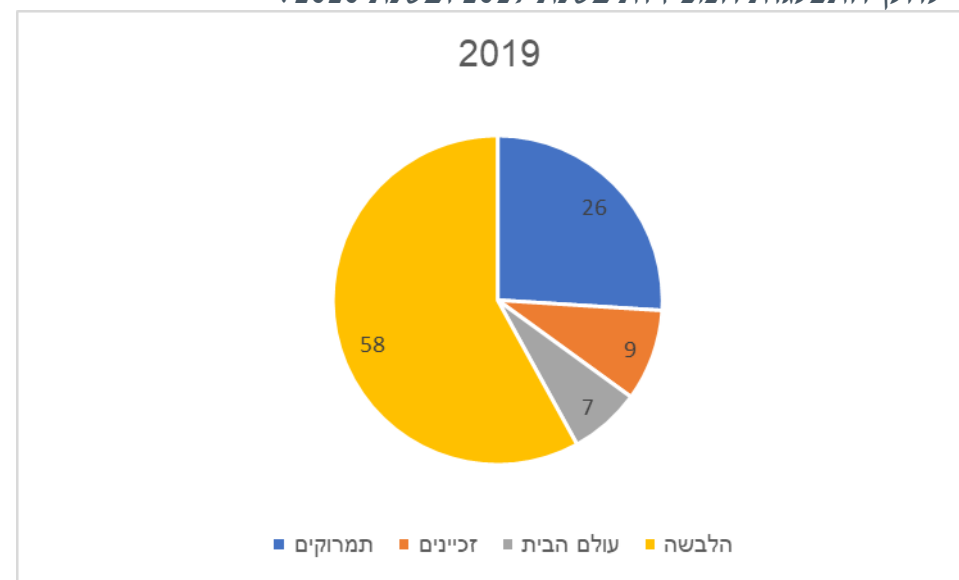
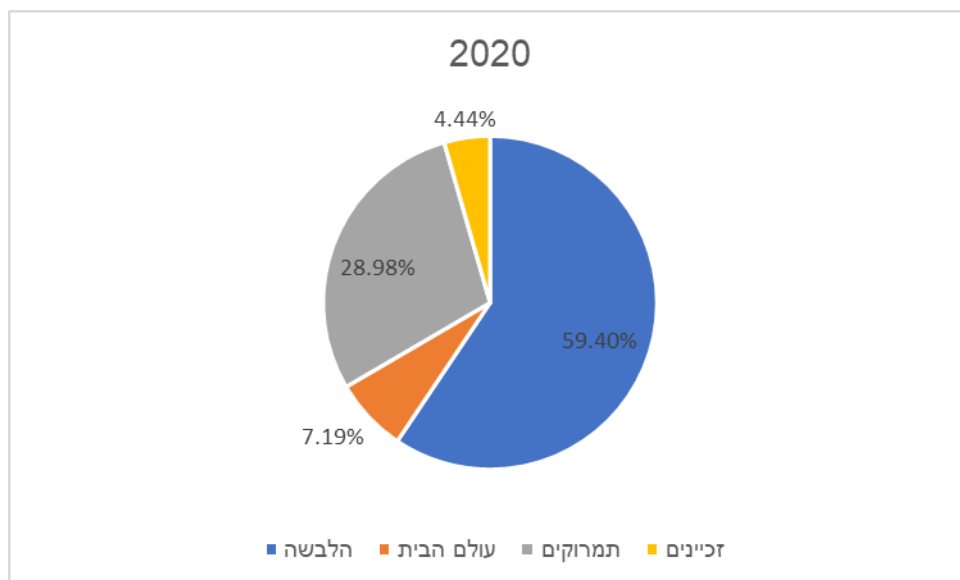
### עולם הבית.

מגוון כלי בית ומוצרים אחרים תחת מותגים בינלאומיים ומקומיים, כגון: כלי מיטה ומצעים, מגבות וחלוקים, שמיכות, כלי מטבח ושולחן, כלי אמבט 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 המכירות בשנת 2019 ובשנת 2020:



## 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 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 638 אלף בתי אב 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% בשנת 2019 69.1% ובשנת 2020 64.6%.
- 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 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 66% 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.

| הכנסות 2019    | אופנה ואופנת הבית |
|----------------|-------------------|
|                |                   |
| פוקס (רק בארץ) | 2,394,926         |
|                |                   |
| קסטרו          | 1,654,158         |
|                |                   |
| גולף           | 798,933           |
|                |                   |
| המשביר         | 693,002           |

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

שוק האופנה בשנת  
COVID 19 - 2020  
(קורונה)

המשביר בתי כלבו בע"מ



# COVID -19

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

הסחר המקוון עלה על פי הערכה בכ-50% ביחס לשנת 2019 ופיצה על הפגיעה הדרמטית ברכישות האופנה של ישראלים המטיילים בחו"ל.

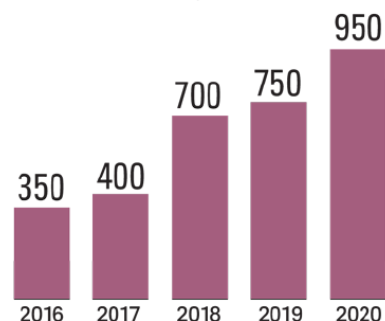
**העדרו של אתר סחר מקוון משמעותי ברשת המשביר בתי כלבו מהווה גורם סיכון לחברה.**

תקציב החברה לשנת 2021 והתכנית האסטרטגית של החברה עוסקת בהקמת אתר כזה ואף החלה בהפעלה ב"קטן" של אתר כזה הפועל מקומה אחת בחנות החברה בשכונת "הדר" בחיפה.

## השפעות נוספות:

בשנת 2020 נסגרו כ-950 חנויות אופנה, (בהשוואה לכ-750 בשנת 2019) ורבות נוספות בקשיים כלכליים משמעותיים.

מספר החנויות שנסגרו, 2016-2020



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

# שוק האופנה בישראל 2020

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

סבבים חוזרים של סגרים בהם חנויות האופנה היו סגורות. עובדים רבים בחלי"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 מכ-20 מיליארד לכ-17 מיליארד ₪ בלבד. (על פי דן & ברדסטרט).

הקטון נבע בחלקו מירידת מחירים בשיעור של כ-5.7% (הלמ"ס).

| הענף                                              | 2019 | 2020 |
|---------------------------------------------------|------|------|
| רכישות בחנויות ובאתרים מקוונים בישראל             | 16   | 13   |
| רכישות מקוונות מאתרים בחו"ל ורכישות בטיולים בחו"ל | 4    | 4    |
| סה"כ                                              | 20   | 17   |

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

## שוק האופנה בישראל 2020

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.

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 חכולת 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 ש"ח ניתנו לעסקים מתוכם 22.2 מיליארד ש"ח לעסקים קטנים ובינוניים ו-1.7 מיליארד ש"ח לעסקים גדולים.

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

המשביר בתי כלבו אינה זוכה לאשראי בנקאי, אלא מתבססת כמעט באופן מלא 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 המוחלטת של המשביר בתי כלבו על אשראי ספקים מהווה גורם סיכון הגדל בעת חירום כלכלית זו.**

יש לציין כי בשנת 2020 ספקי החבר ההלכו יד ביד עם החברה ופרסו את חובותיה כלפיהם בכל אחד משלושת הסגרים אשר הוטלו על החברה.

## COVID -19

## שוק הקוסמטיקה (תמרוקים) 2020

### גודל השוק.

השוק מוערך בסדר גודל של 17 עד 20 מיליארד ₪ (כולל מע"מ) ונשאר בגודל דומה לשנת 2019.

למגיפה היו השפעות על שוק זה בעיקר מעבר לקניה מקוונת, צמצום רכישות ישירות בטיול בחו"ל, וכן גידול ברכישת מוצרי טיפוח העור על חשבון בשמים ומוצרי 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 ל-86 והיא הגיע לאיזון תפעולי, סך ההכנסות של BE גדל בשנת 2020 לסך של 811 מיליון ₪ לעומת 706 מיליון ₪ בשנת 2019.

בשנה זו גדלה התחרות מצד רשתות דיסקאונט דוגמת רשת גוד פארם.

המשביר לזכרון

| מוצר                 | מחיר |
|----------------------|------|
| CAROLINA HERRERA 212 | 189  |
| VERSACE              | 189  |
| ESTÉE LAUDER         | 219  |
| CLINIQUE             | 219  |

מלאי שבכל סניף. אין מכירה. מתקיים בכל סניפי המשביר למעט סניפי עודפים

## תוצאות הפעילות העסקית

המשביר בתי כלבו בע"מ





# המשביר בתי כלבו תוצאות כספיות

התחייבויות והון.

## המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ

### דוחות על המצב הכספי

|                             | 2019             | 2020             |  |
|-----------------------------|------------------|------------------|--|
|                             | אלפי ש"ח         | אלפי ש"ח         |  |
| <b>נכסים</b>                |                  |                  |  |
| <b>נכסים שוטפים</b>         |                  |                  |  |
| מזומנים ושווי מזומנים       | 38,246           | 71,915           |  |
| לקוחות                      | 91,044           | 70,675           |  |
| מקדמות לספקים               | 6,845            | 8,740            |  |
| חייבים ויתרות חובה          | 2,098            | 2,650            |  |
| חברות קשורות                | 3,049            | 1,723            |  |
| נכסי מיסים שוטפים           | 324              | 166              |  |
| מלאי                        | 165,865          | 145,094          |  |
| <b>סה"כ נכסים שוטפים</b>    | <b>307,471</b>   | <b>300,963</b>   |  |
| <b>נכסים לא שוטפים</b>      |                  |                  |  |
| מזומנים המוגבלים בשימוש לזמ | 9,132            | 11,087           |  |
| רכוש קבוע, נטו              | 168,145          | 154,772          |  |
| נכסי זכות שימוש             | 868,060          | 946,208          |  |
| נכסי מסים נדחים             | 36,188           | 38,021           |  |
| יתרות חובה לזמן ארוך        | 344              | 218              |  |
| <b>סה"כ נכסים לא שוטפים</b> | <b>1,081,869</b> | <b>1,150,306</b> |  |
| <b>סה"כ נכסים</b>           | <b>1,389,340</b> | <b>1,451,269</b> |  |

|                  |                  |                                          |
|------------------|------------------|------------------------------------------|
|                  |                  | <b>התחייבויות שוטפות</b>                 |
| 236,108          | 202,776          | ספקים ונותני שירותים                     |
| 53,130           | 50,798           | חלויות שוטפות של התחייבויות בגין חכירה   |
| 12,202           | 27,354           | החברה האם                                |
| 62,427           | 62,049           | התחייבויות לזמן קצר לחברה האם בגין חכירה |
| 50,672           | 54,529           | זכאים ויתרות זכות                        |
| <b>414,539</b>   | <b>397,506</b>   | <b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>            |
|                  |                  | <b>התחייבויות לא שוטפות</b>              |
| 15,378           | 14,391           | התחייבויות בגין הטבות לעובדים            |
| 449,073          | 579,179          | התחייבויות בגין חכירה                    |
| 463,413          | 425,538          | התחייבות לזמן ארוך לחברה האם בגין חכירה  |
| 33,748           | 25,311           | הלוואה לזמן ארוך מהחברה האם              |
| 94               | -                | התחייבויות אחרות לזמן ארוך               |
| <b>961,706</b>   | <b>1,044,419</b> | <b>סה"כ התחייבויות לא שוטפות</b>         |
|                  |                  | <b>הון</b>                               |
| 71               | 71               | הון המניות                               |
| 63,642           | 63,642           | פרמיה על מניות                           |
| (3,070)          | (2,845)          | קרן הון                                  |
| (47,548)         | (51,524)         | עודפים                                   |
| <b>13,095</b>    | <b>9,344</b>     | <b>סה"כ הון</b>                          |
| <b>1,389,340</b> | <b>1,451,269</b> | <b>סה"כ התחייבויות והון</b>              |

## המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ

### דוחות על הרווח והפסד ורווח כולל אחר

לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר

| 2018     | 2019      | 2020     |
|----------|-----------|----------|
| אלפי ש"ח | אלפי ש"ח  | אלפי ש"ח |
| 992,138  | 1,038,530 | 650,130  |
| 596,645  | 618,036   | 384,781  |
| 395,493  | 420,494   | 265,349  |
| 365,669  | 343,209   | 200,626  |
| 24,943   | 28,765    | 20,522   |
| 306      | 430       | 4,152    |
| 5,187    | 48,950    | 48,353   |
| 3,322    | 3,202     | 1,533    |
| 1,865    | 45,748    | 46,820   |
| 8        | 13        | 12       |
| (1,763)  | (2,858)   | (2,362)  |
| -        | (53,943)  | (50,347) |
| (1,755)  | (56,788)  | (52,697) |
| 110      | (11,040)  | (5,877)  |
| 47       | 2,282     | 1,901    |
| 157      | (8,758)   | (3,976)  |

|                                        |
|----------------------------------------|
| הכנסות                                 |
| עלות ההכנסות                           |
| <b>רווח גולמי</b>                      |
| הוצאות מכירה ושיווק                    |
| הוצאות הנהלה וכלליות                   |
| הכנסות אחרות, נטו                      |
| <b>רווח הפעלה לפני דמי ניהול</b>       |
| דמי ניהול לחברה האם                    |
| <b>רווח הפעלה</b>                      |
| הכנסות מימון                           |
| הוצאות מימון                           |
| הוצאות מימון בגין חכירה                |
| <b>הוצאות מימון נטו</b>                |
| <b>רווח (הפסד) לפני מסים על ההכנסה</b> |
| הכנסות מיסים על ההכנסה                 |
| <b>רווח (הפסד) לתקופה</b>              |

### דוחות על הרווח הכולל

|     |         |         |
|-----|---------|---------|
| 157 | (8,758) | (3,976) |
| 157 | (729)   | 225     |
| 157 | (729)   | 225     |
| 314 | (9,487) | (3,751) |

|                                                     |
|-----------------------------------------------------|
| <b>רווח (הפסד) כולל אחר</b>                         |
| <b>רווח (הפסד) לתקופה</b>                           |
| סכומים אשר לא יסווגו בעתיד לרווח או הפסד, נטו ממס:  |
| רווח (הפסד) אקטוארי בגין תכנית הטבה מוגדרת, נטו ממס |
| <b>רווח (הפסד) כולל אחר לתקופה</b>                  |
| <b>סה"כ רווח (הפסד) כולל לתקופה</b>                 |

## המשביר לצרכן בתי כלבו בע"מ

### דוחות על הרווח והפסד ורווח כולל אחר

#### הוצאות מכירה ושיווק

##### ההרכב:

| לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר |          |          |
|------------------------------|----------|----------|
| 2018                         | 2019     | 2020     |
| אלפי ש"ח                     | אלפי ש"ח | אלפי ש"ח |
| 175,999                      | 65,985   | 6,304    |
| 142,100                      | 149,744  | 76,276   |
| 9,507                        | 13,522   | 10,514   |
| 8,430                        | 7,879    | 4,698    |
| 20,455                       | 97,294   | 97,039   |
| 9,178                        | 8,785    | 5,795    |
| 365,669                      | 343,209  | 200,626  |

שכר דירה ואחזקה  
משכורות ונלוות לשכר  
פרסום וקידום מכירות, נטו  
עמלות כרטיסי אשראי  
פחת והפחתות  
אחרות

בולט הקיטון בהוצאות שכר הדירה והוצאות השכר בשנת 2020

הקיטון בולט גם בהוצאות המכירה וגם בהוצאות הנהלה וכלליות.

הקיטון נובע כמובן מהתמיכה הממשלתית אשר אפשרה הוצאת

עובדים לחל"ת, וכמו כן הסדרים עם בעלי הקניונים בכל הנוגע

לשכר דירה בתקופת הסגרים. בנוסף קיבלו גם פטור מארנונה

לחודשים מרץ עד מאי סה"כ חסכון ארנונה בסך

של כ 6.0 מיליון ₪ בגין ארנונה בלבד.

אם מנכים את הירידה בדמי הניהול לחברת האם כמעט אין שינוי

ברווח התפעולי ביחס לשנת 2019 למרות חודשי הסגר.

**שנת 2020 אינה יכולה להוות בשום צורה אומדן לפעילות החברה**

**בשנים הבאות.**

#### הוצאות הנהלה וכלליות

##### ההרכב:

| לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר |          |          |
|------------------------------|----------|----------|
| 2018                         | 2019     | 2020     |
| אלפי ש"ח                     | אלפי ש"ח | אלפי ש"ח |
| 17,207                       | 19,740   | 12,689   |
| 1,745                        | 998      | 884      |
| 1,414                        | 2,046    | 1,681    |
| 122                          | 150      | 50       |
| 2,205                        | 1,269    | 983      |
| 794                          | 753      | 750      |
| 1,033                        | 3,277    | 3,230    |
| 423                          | 532      | 255      |
| 24,943                       | 28,765   | 20,522   |

משכורות ונלוות לשכר  
שכר דירה ואחזקה  
שירותים מקצועיים  
חובות מסופקים ואבודים  
אחזקת רכב  
משרדיות  
פחת  
אחרות

## מתודולוגיה

המשביר 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 מליסרון

- 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 במרץ 2020, נאמד על ידי המשביר 365 בע"מ בכ-50,336 אלפי ש"ח (יובהר כי ערך זה לא נבחן על ידי). אציין כי להבנתי, הערך הפנקסני אינו כולל עתודה למסים נדחים בגין נכסי החברה, את זכויות המיעוט ונכסים עודפים.

# 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 הזימות, הוא כי בפעילותה של חברה, קיים שווי לזימות 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 לזווג 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:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf) + Rs$$

כאשר:

**Ke** - מחיר ההון העצמי.

**Rf** – תשואת ריבית חסרת סיכון.

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

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

**Rm - Rf** – פרמיית הסיכון של שוק המניות. פרמיית הסיכון הנדרשת בידי משקיעים מעל לריבית חסרת הסיכון.

**Rs** - 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.

$$= (Kd) * (1 - Tc) Kd net$$

**Kd** - מחיר החוב לפני מס.

**Tc** – שיעור מס החברות הסטטוטורי.

**בהתאם לאמור לעיל, שיעור ההיוון הנומינלי של החברה נאמד ב-12.61%. ראה להלן, ראה גם נספח ב'.**



## חישוב מחיר ההון WACC

המשביר בתי כלבו בע"מ





# מחיר הון משוקלל WACC

הון זר- ראה הסבר נוסף בנספח ב'

**תוספת סיכון מיוחדת-תוספת הסיכון** אשר יושמה כאן הינה חריגה בגובהה מיוחסת בחלק משמעותי ממנה למגיפת הקורונה. וכן לעובדות הבאות:

לחברה מבנה הון ייחודי בו מלוא פעילותה ממומנת על ידי ספקי החברה. תלות זו ברצון וביכולת הספקים לעמוד בהיקפי המימון הנדרשים והשפעת מגיפת הקורונה על יכולת זו שלהם מהווה תוספת סיכון.

בפני חברת האם של המשביר בתי כלבו בע"מ עומדים פירעונות משמעותיים של אג"ח בסך שך 42 מיליון ₪ עד יוני 2022. לחץ פיננסי זה עלול לכאורה לזלוג לחברת הבת המשביר בתי כלבו בע"מ. עם זאת חברת האם הכינה דוח תזרים מזומנים לשנתיים הקרובות (אשר לא נבחן על ידי) ולהערכתה ביכולתה לעמוד בפרעונות אלו ללא קבלת כספים מחברת הבת המשביר בתי כלבו מעבר לסכומים הקבועים בהסכמים בניהם.

לאחר תאריך המאזן פרסמה החברה האם המשביר 365 הודעה על הסכם עקרונות לקבלת הלוואה בערבות מדינה כחלק מתמיכת הממשלה במאבק במגיפה בסך 20 מ' ₪. תנאי ההלוואה נחותים ביחס לחברות אחרות מהענף.

ירידת הריבית חסרת הסיכון וקיטון בבטא תרמו לקיטון במחיר ההון המשוקלל ומנגד הקיטון במכירות עקב הסגרים, עלית מחיר ההוןהזר של החברה הנגזרת בין היתר גם מעליית התשואה לפדיון על אג"ח של חברת האם, וסיכון פיננסי חריג תרמו בסופו של דבר לעליה במחיר ההון המשוקלל WACC ביחס לשנת 2019.

|                               | בתי כלב |                          |
|-------------------------------|---------|--------------------------|
| ריבית על חוב (צמודה)          | 12.15   | נספח ב'                  |
| משקל חוב                      | 0.1759  | מומצע ענפי ארה"ב דמודארן |
| 1-T                           | 0.7700  |                          |
| מרכיב חוב                     | 1.65    |                          |
| ריבית חסרת סיכון (צמודה)      | -1.04   | ממשלתי צמוד 0527         |
| בטא ממונת                     | 0.95    | דמודארן                  |
| פרמית סיכון                   | 5.40    | דמודארן                  |
| מחיר הון לפני תוספות ספציפיות | 4.08    |                          |
| תוספת בגין גודל               | 5.22    | Duff & Phelps            |
| תוספת בגין אי סחירות          |         |                          |
| תוספת סיכון מיוחדת (פיננסי)   | 4.00    | ראה להלן                 |
| מחיר הון עצמי                 | 13.30   |                          |
| משקל                          | 0.8241  | מומצע ענפי ארה"ב דמודארן |
| מרכיב הון                     | 10.96   |                          |
| מחיר הון משוקלל WACC          | 12.61   |                          |

תוספת הסיכון אשר יושמה כאן הינה חריגה בגובהה מיוחסת בחלק משמעותי ממנה למגיפת הקורונה

## תזרים מזומנים ושווי פעילות

המשביר בתי כלבו בע"מ



# תכנית עסקית ותזרים מזומנים צפוי

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.

התייחסות לנקודות המפתח.

## ■ צמצום כוח אדם בסניפים.

מגפת הקורונה "סייעה" לחברה בהיבט הזה. הפעלת סניפים בעוד חלק מהעובדים נמצאים בחל"ת ומספר הדיילות קטן משמעותית הצביע על יכולת צמצום כוח אדם ושיפור רווחיות. בטרם המגיפה לחברה היו כ 1,800 עובדים כיום ישנם 1,200 עובדים ועוד כ-300 עובדים בחל"ת מתוכם חזרו לעבוד כ 150 כך שכמות העובדים המתוכננת תעמוד על 1,350 עובדים קיטון של 25% בכוח האדם. החברה גם חדלה לפתוח את הסניפים במוצאי שבתות.

אני בדעה כי החברה תצליח לצמצם את כוח האדם שלה, אולם אני מעריך כי לא בהיקף החד הצפוי על ידי החברה. בסך הכל להערכתי הוצאות השכר (עובדי סניפים ללא מטה) יעמדו על 12.2% מההכנסות (בהשוואה ל 14.4% בשנת 2019). זהו צמצום מהותי וביצועו הינו בעל חשיבות רבה לתוצאות החברה.

## ■ שכר דירה.

צמצום שטחים בסניפים מסוימים כבר בוצע, לעומת זאת שינוי הסכמי שכירות לטווח ארוך והפחתת דמי שכירות זהו מהלך מורכב שלא יעבור ללא התנגדות משכירי הנכסים (בעיקר עזריאלי ומליסרון).

נכון ש"מטוטלת הכוח" שבין בעלי הקניונים לבין הרשתות הגדולות השוכרים נוטה כרגע יותר לטובת הרשתות, אולם אני בדעה כי לא יהיה בכוחו להביא לשינוי משמעותי בשכר בדירה. בטווח הארוך יותר גידול ברכישות מקוונות ושינוי בטעמי הצרכנים יביאו לשינוי בתמהיל השוכרים בקניונים הגדלת בילוי ופעילות ספורט על חשבון אופנה. כך שקיטון הוצאות השכירות ינבע מקיטון בהיקף השטחים המושכרים ולא מהפחתה בעלות שכר הדירה למ"ר.

חסכון הוצאות שכר הדירה לשנת 2021 ביחס לשנת 2019 משמעותי. שטחי המסחר של החברה יעמדו על 67,399 מ"ר לעומת 72,694 מ"ר בשנת 2019.

## תכנית עסקית ותזרים מזומנים צפוי

- מותג "קנת' קול" (Kenneth Cole).

החברה תולה תקוות רבות לשיפור הרווח הגולמי 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. נת' קול אינו נכנס לזירה "בתולה" אלא לזירה רוויה מאוד. למרות שהמותג היה קיים בישראל בעבר ושווק על ידי סקאל הוא לא הותיר את רישומו בשוק בישראל ובניית המותג מחדש תצריך משאבים ואורך רוח ובודאי לא תישא תוצאות מיידיות כפי שצופה החברה.

החברה מאמינה כי בשנת 2021 מכירות המותג יעמדו על 41.5 מיליון ₪

ובשנת 2025 יעמדו על 89.5 מיליון ₪ ומכוונת לתוצאות גבוהות אף יותר של מכירות באותה שנה של 120 מיליון ש"ח

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

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

(אלפי ₪)

|                                 | 2025   | 2024   | 2023   | 2022   | 2021   |  |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|
| <b>הכנסות לפי תקציב החברה</b>   | 89,537 | 82,905 | 74,526 | 65,916 | 41,500 |  |
| עלות המכר                       | 36,442 | 33,742 | 30,407 | 27,223 | 17,721 |  |
| רווח גולמי                      | 53,095 | 49,163 | 44,119 | 38,693 | 23,780 |  |
| אחוז רווח גולמי                 | 59.30% | 59.30% | 59.20% | 58.70% | 57.30% |  |
| <b>הכנסות אומדן מעריך השווי</b> | 52,250 | 47,500 | 42,500 | 37,500 | 25,000 |  |
| עלות המכר                       | 22,468 | 20,425 | 18,275 | 16,125 | 10,750 |  |
| רווח גלמי                       | 29,783 | 27,075 | 24,225 | 21,375 | 14,250 |  |
| אחוז רווח גלמי                  | 57.00% | 57.00% | 57.00% | 57.00% | 57.00% |  |



# תכנית עסקית ותזרים מזומנים צפוי

▪ אתר מכירות מקוונות.

באיחור לא אופנתי לחלוטין מנסה החברה להפעיל אתר למכירות מקוונות. הפעלת האתר התחילה כבר בשנת 2020 מסניף החברה בשכונת הדר שבחיפה. קומה אחת מקומות הסניף יוחדה לפעילות האתר המקוון. גם כאן החברה מצטרפת באיחור רב לשוק רווי, כאשר לחברות האחרות מערכות מחשוב ותפעול אשר הגיעו ליעילות בעוד המשביר בתי כלבו רק "מגששת דרכה" בתחום המכירות המקוונות.

החברה צופה מכירות של 36.7 מיליון ₪ בשנת 2021 באתר המקוון עם רווחיות תפעולית של 1.3 מיליון ₪. החברה צופה גידול במכירות האתר המקוון עד לסכום של 100 מיליון ₪ בשנת 2025 עם רווח תפעולי של חמישה מיליון ₪.

אני חושב שגם כאן תחזית החברה אופטימית במידה רבה.

אתר המכירות המקוון עדיקה מציין מהם חסמי הכניסה למכירה מקוונת

10.1.7.1. **חסמי כניסה** – להערכת החברה, הקמת פלטפורמת מסחר מקוונת, כרוכה בחסמי הכניסה הבאים: **איתנות פיננסית** – נדרש הון משמעותי לשם מימון עלויות פיתוח התשתית הטכנולוגית, עלויות הקמת המערך הלוגיסטי, וכן, הוצאות פרסום ושיווק; **ידע ויכולות טכנולוגיות** – לצורך ייסוד פלטפורמת מסחר מקוונת נדרש ידע טכנולוגי ייחודי לשם פיתוח תשתית מקוונת איכותית; **מערך תפעולי** – הקמת מערך תפעולי הכולל שירותי לוגיסטיקה, מערכות מידע ושיווק מתקדמים וכוח אדם מיומן; **מוניטין** – למוניטין חיובי ומותג חזק ומוכר יש השפעה מהותית על יכולת הפעילות בתחום; **מאגר לקוחות** – למיטב ידיעת החברה, בסיס לקוחות משמעותי הינו חסם כניסה משמעותי לפעילות קמעונאית בכלל ומקוונת בפרט. להערכת החברה, חסמי הכניסה להקמת חנות פיזית בודדת בתחומי הפעילות הינם נמוכים, והקמת חנות בודדת אינה מצריכה משאבים מיוחדים. ואולם, יצירת סינרגיה בין פלטפורמת מסחר מקוונת לבין חנויות פיזיות תלויה במידה רבה בגורמים המנויים לעיל.

איתנות פיננסית, ידע ויכולת טכנולוגית מערך תפעולי- כל אלה יהוו אתגר משמעותי לחברה בפיתוח אתר המכירות המקוונות שלה.

▪ התוצאה היא שוני באומדני תוצאת פעילות האתר המקוון: (אלפי ₪)

|                                 | 2025    | 2024   | 2023   | 2022   | 2021   |
|---------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>הכנסות אומדן החברה</b>       | 106,455 | 90,487 | 69,196 | 53,227 | 36,118 |
| עלות המכר                       | 63,151  | 53,678 | 41,048 | 34,045 | 23,260 |
| רווח גולמי                      | 43,327  | 36,828 | 28,163 | 19,162 | 12,858 |
| שיעור רווח גולמי                | 40.70%  | 40.70% | 40.70% | 36.00% | 35.60% |
| הוצאות מכירה                    | 38,278  | 32,838 | 24,877 | 15,560 | 12,630 |
| רווח תפעולי                     | 5,049   | 3,990  | 3,286  | 3,602  | 228    |
|                                 |         |        |        |        |        |
|                                 |         |        |        |        |        |
| <b>הכנסות אומדן מעריך השווי</b> | 50,000  | 45,000 | 40,000 | 30,000 | 20,000 |
| עלות המכר                       | 29,650  | 26,685 | 23,720 | 19,200 | 12,880 |
| רווח גלמי                       | 20,350  | 18,315 | 16,280 | 10,800 | 7,120  |
| שיעור רווח גולמי                | 40.70%  | 40.70% | 40.70% | 36.00% | 35.60% |
| הוצאות מכירה                    | 18,000  | 16,200 | 14,400 | 10,800 | 7,200  |
| רווח תפעולי                     | 2,350   | 2,115  | 1,880  | 0      | -80    |

## תזרים מזומנים ושווי פעילות

π

חישוב רווח גולמי:

(אלפי ₪)

| <u>שנה מייצגת</u> | <u>2025</u>      | <u>2024</u>      | <u>2023</u>      | <u>2022</u>    | <u>2021</u>    |                         |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|-------------------------|
|                   |                  |                  |                  |                |                | <b><u>הכנסות</u></b>    |
| 945,169           | 931,201          | 922,748          | 924,234          | 918,084        | 935,662        | הכנסות רשת ללא קנת' קול |
| 55,000            | 52,250           | 47,500           | 42,500           | 37,500         | 25,000         | הכנסות קנת' קול         |
| 50,000            | 50,000           | 45,000           | 40,000           | 30,000         | 20,000         | הכנסות אתר מכירות מקוון |
| <b>1,050,169</b>  | <b>1,033,451</b> | <b>1,015,248</b> | <b>1,006,734</b> | <b>985,584</b> | <b>980,662</b> | <b>סה"כ הכנסות</b>      |
|                   |                  |                  |                  |                |                | <b><u>עלות המכר</u></b> |
| 563,321           | 554,996          | 549,958          | 550,843          | 547,178        | 557,655        | רשת ללא קנת' קול        |
| 23,650            | 22,468           | 20,425           | 18,275           | 16,125         | 10,750         | קנת' קול                |
| 29,650            | 29,650           | 26,685           | 23,720           | 19,200         | 12,880         | אתר מקוון               |
| <b>616,621</b>    | <b>607,113</b>   | <b>597,068</b>   | <b>592,838</b>   | <b>582,503</b> | <b>581,285</b> | <b>סה"כ עלות המכר</b>   |
| <b>433,548</b>    | <b>426,338</b>   | <b>418,180</b>   | <b>413,896</b>   | <b>403,081</b> | <b>399,377</b> | <b>רווח גלמי</b>        |

› החברה העריכה כי הרווח הגלמי על מכירות הרשת אשר אינן אינטרנט ואינן קנת' קול יעמוד על שיעור של 41.2%, בעבודה זו הונח שיעור רווח גולמי על מכירות אלו בשיעור ממוצע של 40.4% בדומה לרווח הגולמי בשנת 2019.



# תזרים מזומנים ושווי פעילות

חישוב תזרים מזומנים מהוון:

(אלפי ש"ח)

| שנה מייצגת | 2025      | 2024      | 2023      | 2022    | חלק 2021<br>יחסי | 2021    |                             |
|------------|-----------|-----------|-----------|---------|------------------|---------|-----------------------------|
| 1,050,169  | 1,033,451 | 1,015,248 | 1,006,734 | 985,584 |                  | 980,662 | סה"כ הכנסות                 |
| 616,621    | 607,113   | 597,068   | 592,838   | 582,503 |                  | 581,285 | סה"כ עלות המכר              |
| 433,548    | 426,338   | 418,180   | 413,896   | 403,081 |                  | 399,377 | רווח גלמי                   |
|            |           |           |           |         |                  |         | הוצאות סניפים               |
| 128,121    | 126,081   | 123,860   | 122,822   | 120,241 |                  | 119,641 | משכורות ונלוות              |
| 126,780    | 128,908   | 127,490   | 125,821   | 122,706 |                  | 123,560 | שכר דירה וניהול             |
| 25,834     | 25,423    | 24,975    | 24,766    | 24,245  |                  | 24,163  | פרסום ומועדון               |
| 7,561      | 7,441     | 7,310     | 7,248     | 7,096   |                  | 7,061   | עמלת כרטיסי אשראי           |
| 19,000     | 19,210    | 19,396    | 19,954    | 19,954  |                  | 19,954  | פחת והפחתות                 |
| 8,435      | 8,435     | 8,475     | 8,594     | 8,594   |                  | 8,974   | חשמל                        |
| 320        | 320       | 320       | 320       | 320     |                  | 320     | טלפון                       |
| 28,196     | 28,196    | 27,868    | 27,740    | 27,383  |                  | 28,623  | מיסים עירוניים וביטוח       |
| 1,187      | 1,187     | 1,187     | 1,187     | 1,187   |                  | 1,187   | ביטוח                       |
| 2,100      | 2,067     | 2,030     | 2,013     | 1,971   |                  | 1,961   | תיקונים                     |
| 2,508      | 2,508     | 2,508     | 2,508     | 2,508   |                  | 2,508   | שמירה ומניעת אובדן          |
| 2,100      | 2,067     | 2,030     | 2,013     | 1,971   |                  | 1,961   | אריזה                       |
| 4,981      | 4,981     | 4,981     | 4,981     | 4,981   |                  | 4,981   | ניקיון                      |
| 1,951      | 1,951     | 1,951     | 1,951     | 1,951   |                  | 1,163   | מחשוב                       |
| 1,294      | 1,294     | 1,294     | 1,294     | 1,294   |                  | 1,294   | רכב                         |
| 1,400      | 1,400     | 1,400     | 1,400     | 1,400   |                  | 1,400   | ספירות מלאי                 |
| 1,200      | 1,200     | 1,200     | 1,200     | 1,200   |                  | 1,200   | לוגיסטיקה איחסון            |
| 890        | 890       | 890       | 890       | 890     |                  | 890     | לוגיסטיקה העברות בין סניפים |
| 2,000      | 2,000     | 2,000     | 2,000     | 2,000   |                  | 2,000   | שונות                       |
| 365,858    | 365,559   | 361,166   | 358,703   | 351,893 |                  | 352,842 | סה"כ סניפים                 |
|            |           |           |           |         |                  |         | הוצאות מטה                  |
| 18,150     | 18,150    | 18,150    | 18,150    | 18,150  |                  | 18,150  | משכורות ונלוות              |
| 2,100      | 2,092     | 2,092     | 2,092     | 2,092   |                  | 2,092   | פחת                         |
| 2,574      | 2,574     | 2,574     | 2,574     | 2,574   |                  | 2,574   | דמי ניהול                   |
| 2,169      | 2,169     | 2,169     | 2,169     | 2,169   |                  | 2,169   | שכר דירה וניהול             |
| 1,900      | 1,900     | 1,900     | 1,900     | 1,900   |                  | 1,900   | רכב                         |
| 2,250      | 2,250     | 2,250     | 2,250     | 2,250   |                  | 2,250   | משפטיות ובקורת              |
| 1,700      | 1,700     | 1,700     | 1,700     | 1,700   |                  | 1,700   | שונות                       |
| 30,843     | 30,835    | 30,835    | 30,835    | 30,835  |                  | 30,835  | סה"כ מטה                    |
| 36,847     | 29,944    | 26,179    | 24,358    | 20,353  |                  | 15,701  | רווח לפני מס                |
| 8,475      | 6,887     | 6,021     | 5,602     | 4,681   |                  | 2,604   | מס הכנסה                    |
| 28,372     | 23,057    | 20,158    | 18,756    | 15,672  | 10,914           | 13,096  | רווח לאחר מס                |
| 21,100     | 21,302    | 21,488    | 22,046    | 22,046  | 18,372           | 22,046  | פחת                         |
| 21,100     | 16,000    | 14,000    | 12,000    | 12,000  | 2,707            | 2,707   | השקעות                      |
| -466       | -508      | -237      | -590      | -137    | -4,408           | -8,965  | גידול בהון חוזר             |
| 28,838     | 28,867    | 27,883    | 29,391    | 25,855  | 30,986           | 41,400  | תזרים לשנה                  |
| 152,111    | 16,916    | 18,400    | 21,841    | 21,636  | 28,912           | 39,013  | תזרים מהוון                 |

# תכנית עסקית ותזרים מזומנים צפוי

שווי הפעילות עומד על 259,816 אלפי ₪.

- השוואה להערכות שווי של המשביר בתי כלבו בעבר:

| (אלפי ₪)    |             |             |             |             |              |             |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| <u>2020</u> | <u>2019</u> | <u>2018</u> | <u>2017</u> | <u>2016</u> | <u>*2015</u> |             |
| 259,816     | 295,663     | 241,637     | 270,105     | 303,192     | 419,601      | שווי פעילות |

שווי פעילות המשביר בתי כלבו ליום 31.12.2020 עומד על 259,816 אלפי ₪.

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

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

ניתוח רגישות להשתנות הערכת שווי הפעילות ביחס לשינויים בפרמטרים אלו:

| 1.75%   | 1.50%   | 1.25%   |        |
|---------|---------|---------|--------|
| 288,331 | 283,919 | 279,720 | 11.61% |
| 263,318 | 259,816 | 256,469 | 12.61% |
| 242,508 | 239,681 | 236,969 | 13.61% |

שווי הפעילות המוערך על הוא כאמור 259,816 אלפי ₪.



נספחים



המשביר 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).

1987-1990 - מנהל המחלקה המקצועית והכלכלית במשרד רו"ח סומך חייקין (תל-אביב).

**הוראה:**

2001 – 1998 – אוניברסיטת חיפה – ראש מסלול החשבונאות.

1990-1997 - 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:

שימשי / 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 הוועד המנהל אוניברסיטת חיפה.

2020 ואילך - חבר חבר הנאמנים של אוניברסיטת חיפה

- קביעת מחיר ההון הזר של המשביר בתי כלבו בעייתית בלשון המעטה.
  - לחברה אין הלוואות והמימון שלה הוא על ידי ספקי החברה והלוואה מחברת האם.
  - עלות ההון הזר של חברת אחזקות אינה משקפת במדויק את עלות ההון הזר של החברה הבת הפעילה.
  - עלות ההון הזר של המשביר 365 חברת האם לה שתי סדרות אג"ח אג"ח ד' שקלי עם מח"מ 0.8 ותשואה לפדיון 7.6% ואילו אג"ח ה' אג"ח להמרה במח"מ 1.36 נסחרת בתשואה לפדיון של מעל 23%.
  - החברה האם בשלבים סופיים לקבל הלוואה בערבות מדינה בסך 20 מיליון ₪ מבנק המזרחי בתנאים הבאים ריבית פריים+3.75, פקדון 10% ועוד אמות מידה. רשתות פוקס וגולף קיבלו הלוואות בתנאים טובים יותר התואמים את תנאי הקרן : פקדון בגובה 5% בלבד מסכום ההלוואה וריבית פריים פלוס 1.5%-1.75% בלבד. הפרש התנאים משקף את דירוג האשראי והסיכון בו רואים המוסדות הבנקאיים את המשביר בתי כלבו ביחס לרשתות אחרות.
  - קשיי החברה וחברת האם לקבל אשראי בנקאי אף עם בטחון של ערבות ממשלתית והתנאים הקשים יותר הנכפים עליה לצורך ההלוואה מצביעים על המימון הפיננסי כמרכיב סיכון משמעותי.
1. ממוצע תשואה לפדיון של אגרות החוב של חברת האם גוזר ריבית שקלית של 15.0% .
  2. שקלול ממוצע התשואות כאמור ב1 לעיל, עם מרכיב תוספת הריבית בגין הלוואה בערבות מדינה ביחס לחברות אחרות בענף. ושקלול העובדה שתשואת אג"ח היא של חברת האם ולא של החברה עצמה גוזר ריבית תחשיבית על הון זר בשיעור 12.15%.

| מחצית 2021 | 2019       | 2018       | 2017       |                                            |
|------------|------------|------------|------------|--------------------------------------------|
| 39,880,661 | 39,133,244 | 39,905,451 | 40,603,287 | ברוטו                                      |
| 6,353,462  | 0          | 0          | 0          | אינטרנט                                    |
| 3,176,731  |            |            |            | קיזוז מחצית הסכום מהוצ פרסום שנתיות רשתיות |
| 18,894,020 |            |            |            | השתתפויות ע"פ הסכמים                       |
| 24,163,372 |            |            |            | פרסום נטו                                  |
| 2.46%      |            |            |            | אחוז מהכנסות                               |

- החדרת מותג חדש מחייבת הוצאות פרסום משמעותיים.
- בכוונת החברה להחדיר את מותג קנמי קול השנה הדבר מחייב השקעה מאסיבית בפרסום.
- החברה החלה בשנת 2020 להפעיל "בקטן" אתר מכירות מקוון משל עצמה והכוונתה לתת לו דגש בשנת 2021 . אתר אינטרנט בכלל ושנת השקתו בפרט מחייבים השקעות משמעותיות נמשכות בפרסום.
- בכוונת החברה להשקיע בפרסום סכום של כ-6 מיליון ₪ בגין אתר האינטרנט השנה.
- אני מניח קיזוז של כמחצית סכום זה מהפרסום הכללי של החברה בשנת 20221 ולאורך זמן.
- לאור מערכת הסכמים חתומה בין החברה לבין הצדדים הקשורים השתתפות מועדון פיננסים 365 בהוצאות הפרסום אינן ניתנות יותר לכאורה לשינוי.
- ניתוח הוצאות הפרסום מעמיד אותן על כ-2.5% מההכנסות לשנה.

בדיקת ירידת ערך  
מוניטין נספח ד'

המשביר בתי כלבו בע"מ



נספח ג'  
בדיקת ירידת ערך מוניטין

| משביר החזקות               |                                     |
|----------------------------|-------------------------------------|
| <b>נכסים תפעוליים</b>      |                                     |
| 70,675                     | לקוחות                              |
| 2,650                      | חייבים ויתרות חובה                  |
| 8,740                      | מקדמות לספקים                       |
| 1,723                      | חברות קשורות - שוטף                 |
| 145,094                    | מלאי                                |
| 166                        | מיסים שוטפים לקבל                   |
| 218                        | חייבים ויתרות חובה ז"א              |
| 154,772                    | רכוש קבוע                           |
| <b>384,038</b>             | <b>סה"כ נכסים תפעוליים</b>          |
| <b>התחייבויות תפעוליות</b> |                                     |
| 202,776                    | ספקים                               |
| 63,671                     | זכאים                               |
|                            | חברות קשורות ז"ק                    |
| 11,410                     | החברה האם זמן קצר                   |
|                            | הלוואה לזמן ארוך חברה האם           |
| 14,083                     | התחייבויות אחרות לחברה האם זמן ארוך |
| 46,033                     | התחייבויות אחרות לזמן ארוך          |
| <b>337,973</b>             | <b>סה"כ התחייבויות תפעוליות</b>     |
| 46,065                     | נכסים תפעוליים, נטו                 |
| 21145                      | מוניטין בספרי המשביר                |
| <b>67,210</b>              | <b>סך ערך פנקסני</b>                |
| <b>259,816</b>             | <b>שווי פעילות</b>                  |
|                            | <b>אין ירידת ערך מוניטין</b>        |