

14.2.06

פוקס: בחיפוש אחר צמיחה מחיר יעד: 42 ש"ח

המלצה: קנייה

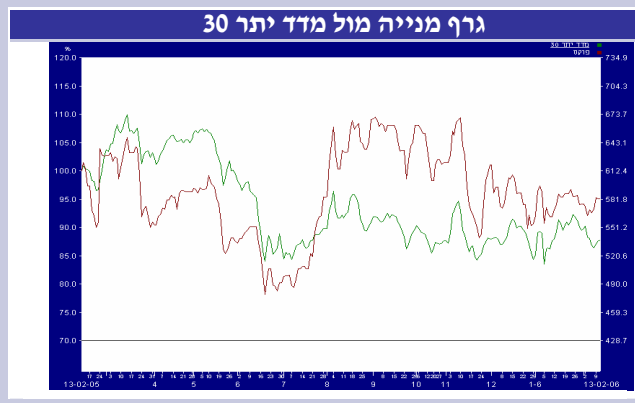
נתוני המניה	
33.9	מחיר
42	מחיר יעד
קנייה	המלצה
	מחיר יעד קודם

נקודות עיקריות:

- צפוי רבעון רביעי טוב, הן במכירות ויותר מכך בשורה התחתונה. זאת, תודות לעיתוי החגים, והשיפור הכללי במצב המשק.
- החברה נמצאת בחיפוש אחר מקורות צמיחה נוספים בשוק המקומי לאחר שחנייות החברה הגיעו לפריסה מלאה בארץ.
- אנו רואים את 2006 כשנת מבחן לפעילות הבינ"ל של החברה. שנה בה מעבר לגידול ניכר במספר החנויות וכניסה לשווקים חדשים (סין איטליה ועוד...), ייבחן האם המודל העסקי של הזכיינות במדינות הוותיקות יותר "מחזיק מים".
- בסה"כ, 2006 צפויה להיות שנה טובה לחברה עם צמיחה של 7%-8% בשורה העליונה, וכפועל יוצא מכך בשורה התחתונה.
- מניית פוקס מהווה שילוב מעניין של ערך - תשואת דיבידנד צפויה של כ-6%, עם פוטנציאל צמיחה ניכר הן בפעילות בחו"ל והן דרך רכישות בשוק המקומי. המלצת קנייה במחיר יעד של 42 ₪ למניה.

נתוני מסחר	
382.4	שווי שוק (מ' ₪)
27.84/39.0	שער גבוה-נמוך ב-12 חוד' אחרונים
369	מחזור יומי (אלפי ₪)
1.7	שווי שוק/הון עצמי

נתונים רבעוניים					
מיל' ₪	2006E	2005E	Q3/05	2004	Q3/04
הכנסות	503	466	110	438	105
רווח גולמי	241	226	51	213	49
רווח תפעולי	63	54	12	54	13
רווח נקי	43	36	7	34	8
EPS	3.85	3.26	0.65	3.43	0.8
מכפיל	8.5	10.1			



תיאור חברה:

החברה עוסקת בעיצוב, ייצור ושיווק של בגדים ואביזרי

אופנה תחת המותג "FOX". החברה מייצרת את המוצרים במפעל שבבעלותה בארץ, וכן באמצעות ספקים וקבלני משנה בחו"ל. מכירות המוצרים המיוצרים על ידה נעשות בשני ערוצים: מכירות בשוק המקומי באמצעות רשת חנויות במכירה ישירה ובאמצעות זכיינים, ומכירה ללקוחות בחו"ל במסגרת הסכמים למתן רישיון בלעדי לפתיחת חנויות תחת המותג "FOX" שנחתמו בין החברה לגורמים מקומיים בחו"ל.

רשת החנויות מונה 156 חנויות, כאשר 54 חנויות הן חנויות למבוגרים ו/או נשים תחת המותג FOX, 20 חנויות לגברים תחת המותג FOX MEN, 34 חנויות תחת המותג FOX Kids, 15 חנויות לבגדי תינוקות תחת המותג FOX Baby, ו-33 חנויות מעורבות.

נתונים כספיים

- הכנסות החברה** צמחו בתשעת החודשים הראשונים של השנה בכ – 6.0%, גידול שנבע מעלייה של 14% במכירות רשת החנויות בהפעלה ישירה (פחות או יותר במקביל לגידול במספר החנויות), ומעלייה ניכרת של 46% במכירות לחו"ל, תוצר של גידול במספר הזכיינים בחו"ל, ומנגד קיטון במספר הזכיינים בישראל, ובמכירות לסיטונאים. המרווח הגולמי עמד על 46.2%, בדומה ל – 46.6% ברבעון המקביל אשתקד. זאת, בשל גידול במכירות לחו"ל הנעשות במרווח גולמי נמוך יחסית, ומנגד קיטון במכירות לסיטונאים וזכיינים בארץ, הנעשות אף הן במחירים נמוכים יחסית.
- הנקודה המדאיגה** מוסיפה להיות הגידול בהוצאות המכירה והשיווק של החברה שגדלו בקצב מהיר יותר מהמכירות 34.4% לעומת 32.9% מהמחזור בשנת 2004. להערכתנו, נתון זה מעיד, כי פריסת הרשת בישראל מיצתה את עצמה והגידול נטו מפתחת חנויות חדשות – בניכוי ההשפעה השלילית על הסיטונאים אינו מספיק על מנת לפצות על הגידול בהוצאות התקורה. כתוצאה מכך, נרשמה ירידה ברווח התפעולי בתשעת החודשים שעמד על 37.8 מיליון שקל, לעומת 42.5 מיליון שקל בשנה כולה. להערכתנו, נתוני השנה כולה צפויים לצייר תמונה אופטימית יותר. הרווח הנקי שמר על יציבות ברמה של 25 מיליון ₪.
- החברה נהנית מאיתנות פיננסית גבוהה- עודף נכסים פיננסיים על התחייבויות של יותר מ – 30 מיליון ₪.

ראייה לעתיד:

- החיפוש אחר הצמיחה**- לאחר שנים של צמיחה מואצת בפעילות החברה בישראל, שנבעה מפריסה מהירה של הרשת, כניסה לנישות חדשות (פוקס קידס, פוקס בייבי), וגידול בחנויות זהות. החל משנת 2003 חל שינוי משמעותי במצב. פתיחת חנויות חדשות לוותה בירידה במכירות חנויות זהות ובירידה ניכרת במכירות לסיטונאות, במידה רבה בשל מיצוי פוטנציאל ההתרחבות וכניסה של מתחרים לנישות, כגון ילדים, שפוקס זיהתה אותן לראשונה. פועל יוצא של מצב זה היה הצטברות מלאים בהיקף ניכר ושחיקה במרווחים התפעוליים, תוצר של גידול בעלויות הקבועות, שלא לווה בגידול מספיק בשורה העליונה. בעיית המלאים בחברה נפתרה במהלך שנת 2004. האטה ניכרת בקצב פתיחת החנויות, הכנסת מנגנוניים אפקטיביים של בקרה תפעולית, ובעיקר שיפור מסוים במכירות חנויות זהות, צפויה להערכתנו, לבלום את השחיקה במרווחים התפעוליים במהלך 2006. **עם זאת, הבעיה האסטרטגית של פוקס נותרה בעינה: חברה עם מותג חזק, ופריסה רחבה (וייתכן שרחבה מדי) של חנויות בכל קניון בישראל, שלמעשה משחקת בהגנה מול התחרות.**
- אשתקד חתמה החברה על הסכם לשכירת מבנה בקרית שדה התעופה אשר ישמש את החברה **כמרכז לוגיסטי**, משרדי הנהלה ועיצוב, מפעל ומחסן מרכזי. סך ההשקעה הצפויה במבנה מסתכמת לסכום של כ-33 מיליון שקל, מה שיוביל לגידול בהוצאות התפעול של החברה בסכום שלא יעלה על מיליוני שקלים בודדים מחד, אך מאידך, יוביל לעבודה נכונה יותר מול הסניפים וצפוי לתרום להגדלת המכירות. המרכז הלוגיסטי של החברה עשוי לסייע לחברה לקלוט ביתר קלות פעילויות חדשות.
- פעילות רכישה בישראל**- החברה פועלת להרחבת פעילותה בנישות נוספות בתחום האופנה, ולאחרונה הודיעה על ניהול מו"מ לרכישת 51% מחברת האופנה "אירית". בכוונת החברה לרכוש חנויות/ רשתות קמעונאיות בתחום האופנה ובתחומים משיקים. להערכתנו, היקף ההשקעות לא יעלה על מיליוני דולרים בודדים ואנו מצפים שהפעילויות שירכשו יתרמו לרווח למניה תוך פרק זמן קצר יחסית. אנו מצפים לפחות לעסקה אחת במהלך 2006.

- **מקורות הסינורגיה העיקריים בארץ** - רכש יעיל יותר של סחורה במזרח הרחוק – תחום בו קיים יתרון עצום לגודל, השגת מיקומים מרכזיים יותר בקניונים בתנאים טובים יותר ושילוב של מערכים לוגיסטיים.
- **התרחבות בחו"ל** - במהלך שנת 2004 החלה החברה להרחיב את פעילותה לשווקים נוספים בחו"ל באמצעות מתן זיכיון לפתיחת חנויות תחת המותג FOX, במודל של זכיינים כאשר מכירות הסחורה לזכיינים נעשים במרווח גולמי של כ-20%, ובתמורה מקבלים הזכיינים סיוע בניהול הרשתות המקומיות. כיום מפעילה החברה כ-27 חנויות, באוסטרליה, סינגפור, פנמה ואיטליה. פעילות זו נמצאת בצמיחה מואצת, ולהערכתנו, במחצית השנה הקרובה מספר החנויות צפוי להכפיל את עצמו, עם כניסה לפעילות בסין, ובבולגריה. מכירות החברה ללקוחות בחו"ל הסתכם בשנת 2004 בכ-23.7 מיליון שקל, ולהערכתנו ב-2005 יסתכמו המכירות בכ-30 מיליון שקל, וכ-40 מיליון שקל בשנת 2006. **תחום המכירות לחו"ל הינו בעל פוטנציאל גדול להתרחבות וצמיחה מבחינת החברה.**
- **שנת המבחן 2006** – בשנים הקודמות מכירות החברה בחו"ל נבעו, כאמור, מפתחה מואצת של חנויות, ובהתאם לכך רכישות מוגברות על מנת לספק את המלאי הדרוש לכך. מעבר לצמיחה במכירות הנובעת מפתחת חנויות נוספת, שנת 2006 היא שנת מבחן לפעילות פוקס בחו"ל, מאחר ובשנה זאת חלק מהזכייניות יהיו בשנה השנייה והשלישית לפעילות שלהן, וניתן יהיה לבחון את ההיתכנות הכלכלית של המודל מבחינת הזכייניות.
- פעילות פוטנציאלית נוספת בחו"ל היא כניסה לפעילות ברוסיה, בשיתוף עם לב לבייב, שאף רכש כ-10% ממניות החברה (אופציות ל-10% נוספים). כרגע נראה, כי ב-2006 החברה תהיה עסוקה בפיתוח מודל הזכיינות בסין ובמקומות אחרים, וכניסה עצמאית לרוסיה תדחה למועד מאוחר יותר. בשוק הרוסי קיים פוטנציאל גדול, מעצם היקפו, ואם להיכנס לרוסיה לבייב הוא, סביר להניח, השותף האידיאלי. עם זאת, נציין כי פתיחת רשת עצמאית, שלהבדיל ממודל של זכיינות, תעיק על התוצאות הכספיות בשנתיים-שלוש הראשונות לפעילותה.
- **מודל לשנת 2006** - הנחות המודל על הפעילות בישראל מתבססות על צמיחה נמוכה במכירות בחנויות זהות, כאשר הצמיחה מתבססת על השיפור באקלים הכלכלי והתאוששות מסוימת במכירות פוקס קידס, שסבלה בשנה האחרונה מהחרפת התחרות בנישה שלה. בפעילות הבינלאומית, אנו צופים צמיחה מואצת יותר בעקבות הגידול במספר החנויות. הנחנו שיפור מסוים במרווחים התפעוליים של החברה, בעיקר תודות להפחתת עלויות השכר בחנויות בשל בקרה קפדנית יותר, וקיטון ניכר במספר החנויות הנפתחות.

סיכום והמלצה:

החברה השכילה להבין, כי מימשה את פוטנציאל הצמיחה בישראל מבחינת המותג הקיים, ולכן פונה כעת להרחבת המותג לחו"ל ולביצוע רכישות בישראל בנישות נוספות בתחום האופנה. להערכתנו, החברה נסחרת במכפיל סביר של 8.5 לשנת 2006. מכפיל הנראה לנו אטרקטיבי, תודות לפוטנציאל הצמיחה הניכר בפעילות הבינ"ל נוסף על בסיס יציב בפעילות המקומית, הנהלה טובה ותשואת דיווידנד גבוהה יחסית.

קשה לסקור את פוקס מבלי להתייחס במספר מילים למניית קסטרו - פיבוריטית ותיקה של מיטב. נציין, כי למרות שקסטרו נסחרת במכפילים גבוהים משל פוקס, בעיקר בשל מוניטין מצוין של ההנהלה, ויציבות רבה יותר בתוצאות הכספיות, המלצתנו על פוקס לא באה על חשבון הגישה החיובית שלנו לקסטרו, אלא בנוסף, מאחר ושתי המניות מייצגות שילוב מעניין של צמיחה וערך.

לסיכום, המלצתנו היא "קנייה" במחיר יעד של 40 שקל למניה, גבוה ב-24% ממחיר המניה הנוכחי.

סקירה זו נכתבה ע"י מיטב יועצי השקעות וני"ע בע"מ. אין לראות באמור בסקירה זו משום יעוץ השקעות או תחליף לייעוץ והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבותיו ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם. אין היא באה במקום ואין לפעול על פיה, אלא לאחר קבלת יעוץ אישי המתחשב בצרכיו ונתוניו האישיים של כל משקיע. האינפורמציה בסקירה זו נאספה ממקורות אמין, אך לא ביצענו בדיקה עצמאית של כל הנתונים ולכן אין מיטב אחראית לדיוק לשלמות הנתונים. מיטב מנהלת תיק נוסטרו, תיקי לקוחות, וע"י חברות אחרות מנהלת קרנות נאמנות וקופות גמל. החברה עשויה לקנות ולמכור ני"ע שהוזכרו בסקירה ללא תלות בהמלצות. אין להפיץ, להעתיק או לעשות כל שימוש אחר בסקירה זו ללא קבלת אישור מיטב בכתב ומראש.