

תפרון בע"מ (TFR) - הערפל לא התפוגג

נקודות מרכזיות

- אנו מעריכים את מניית תפרון בכ-45 ש"ח (\$10.7), 16% מעל מחירה הנוכחי בבורסה בת"א.
- **רבעון Q4-06** – תפרון עמדה בציפייתנו לרבעון הרביעי (למרות ירידת הדולר ביחס לשקל) תוך הצגת רווח נקי של כ-4.7 מיליון \$ וכ-0.22\$ למניה בדילול
- **שיפור ענק בדוחות 2006** – בשנתיים האחרונות ביצעה החברה מהלך ענק של צמיחה גבוהה תוך התייעלות תפעולית. בשנת 2006 השיגה תפרון רווח נקי בסך כ-18.4 מיליון \$ לעומת כ-3.3 מיליון \$ בלבד בשנת 2005. מנגד, מחיר מניית החברה ירד בעקביות מאז 5/06 תוך ירידה חדה לאחרונה.
- **התבגרות החברה** – תפרון התרחקה מהשפל בו הייתה והתבגרה כך שבאופן טבעי צמיחתה בשנים הקרובות תואט. מאידך, החברה התבססה כיצרנית מזומנים, סיכון החברה פחת, ופוטנציאל המכירות לנייקי נשאר גבוה.
- **הערפל לא התפוגג** – הנהלת תפרון לא הסירה את אי הודאות שלאחרונה ייחסו המשקיעים למניית תפרון ע"י כך שסיפקה תחזית חלקית לשנת 2007. אמינות ההנהלה מעצימה את אי הודאות בעצם הימנעותה מתחזית מלאה.
- **2007 שנת מעבר** – תחום בגדי הים ימשיך לצמוח בקצב מהיר אך הכנסות כלל החברה ורווחיותה צפויים להישחק. ברבעון הקרוב צפויה ירידה משמעותית בהכנסות מבגדי ספורט תוך התאוששות חלקית ברבעון Q2-07.
- **חיזוק הפוטנציאל ע"י דור חדש להלבשת ספורט** – במחצית השנייה של 2007 יושק קו חדש של הלבשת ספורט עבור נייקי, שתבצע שיווק אגרסיבי של הקו החדש תוך מסע פרסום גלובלי. קו זה מפנים לקחים שיווקיים שנלמדו לאור התחזקותה של אנדר-ארמור (NYSE: UA).
- **מחיר אטרקטיבי** – מחירה הנוכחי של תפרון ביחס לתוצאותיה הצפויות בשנת 2007 מגלם מכפיל רווח נקי של 11.2 וכן מכפיל תפעולי (EV/EBITDA) של 6.5.
- **מחיר יעד** – מחיר היעד שקבענו לתפרון מגלם ביחס לתוצאותיה הצפויות בשנת 2007 מכפיל רווח נקי של 12.7 ומכפיל תפעולי של 7.4.

הערכת השווי

קניה	המלצה:
45.0	מחיר יעד (ש"ח):
16%	% פער מעל השוק:

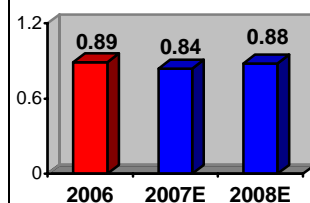
מחיר שוק בת"א

826	שווי שוק (משי"ח):
38.74	מחיר נוכחי (ש"ח):
-14%	תשואה מת. השנה:

מכפילי רווח נקי (למחיר נוכחי)

10.5	מכפיל רווח 2006:
11.2	מכפיל רווח 2007E:
10.6	מכפיל רווח 2008E:

רווח למניה בדילול (\$)



הרבעון הקרוב Q1 07E

48.5	מכירות (מ' \$):
4.30	רווח נקי (מ' \$):
0.20	רווח למניה (\$):

תוכן עניינים

1.....	נקודות מרכזיות
2.....	תאור החברה
2.....	מאזן ורווח והפסד
3.....	רבעונים בפועל 2006
4.....	תחזית רבעונים 2007
5.....	תחזית רב שנתית והערכת שווי
6.....	ניתוח רגישות

תאור החברה

תפרון מייצרת הלבשה תחתונה, ביגוד ספורט ובגדי ים (עונתי חלש ברבעון שלישי), ללא תפרים (Seamless) ותפירה גילה (Cut & Sew), בעיקר עבור ויקטוריה'ס סיקרט ונייקי (קשר אסטרטגי ומנוע צמיחה).

מאזן - נכון ליום 31/12/2006 (חוב נטו בסך 4.7 מיל' \$)

אלפי \$		אלפי \$	
התחייבויות שוטפות:		רכוש שוטף:	
0	אשראי מתאגידים בנקאיים	3,966	מזומנים ושווי מזומנים
5,948	חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך	10,089	פקדונות לזמן קצר
31,143	ספקים ונותני שירותים	4,975	ני"ע סחירים
10,402	זכאים ויתרות זכות	30,655	לקוחות
47,493	סה"כ התחייבויות שוטפות	4,166	חייבים ויתרות חובה
התחייבויות לזמן ארוך:		28,912	מלאי
19,322	הלוואות מתאגידים בנקאיים ואחרים	82,763	סה"כ רכוש שוטף
12,313	מסים נדחים	4,807	השקעות לזמן ארוך
3,298	התחייבויות בגין סיום יחסי עובד-מעביד, נטו	77,086	רכוש קבוע, נטו
34,933	סה"כ התחייבויות לזמן ארוך		
82,230	הון עצמי		
164,656	סה"כ התחייבויות והון עצמי	164,656	סה"כ נכסים

תמצית רווח והפסד

אלפי \$		
2005	2006	
171,336	188,104	סה"כ מכירות
15.3%	9.8%	% צמיחה (לעומת תקופה מקבילה קודמת)
29,715	42,960	רווח גולמי
17.3%	22.8%	% מסך המכירות
25,844	35,084	EBITDA
16,136	25,883	רווח תפעולי
9.4%	13.8%	% מסך המכירות
12,947	23,971	רווח לפני מסים
33.2%	23.8%	% מס אפקטיבי
8,650	18,260	רווח מפעילויות מתמשכות
3,293	18,380	רווח נקי
1.9%	9.8%	% מסך המכירות
0.47	0.88	רווח מפעילויות מתמשכות, למניה בדילול (\$)
0.18	0.89	רווח נקי, למניה בדילול (\$)

רבעונים בפועל 2006

אלפי \$						
תחזית	בפועל	בפועל	בפועל	בפועל	בפועל	
2007E	2006	10-12/ 2006	7-9/ 2006	4-6/ 2006	1-3/ 2006	
						מכירות לפי מוצרים:
100,649	100,890	26,209	23,988	25,267	25,426	הלבשה תחתונה
56,900	59,406	13,618	14,464	17,275	14,049	בגדי ספורט
<u>32,535</u>	<u>27,808</u>	<u>10,180</u>	<u>549</u>	<u>7,187</u>	<u>9,892</u>	בגדי ים
190,084	188,104	50,007	39,001	49,729	49,367	סה"כ מכירות
						מכירות לפי חטיבות:
105,115	102,153	24,848	23,962	26,937	26,406	חטיבת Seamless
<u>84,969</u>	<u>85,951</u>	<u>25,159</u>	<u>15,039</u>	<u>22,792</u>	<u>22,961</u>	חטיבת Cut & Sew
190,084	188,104	50,007	39,001	49,729	49,367	סה"כ מכירות
						זוח רווח והפסד:
190,084	188,104	50,007	39,001	49,729	49,367	מכירות
148,304	145,144	38,881	29,929	38,961	37,373	עלות המכירות
78.0%	77.2%	77.8%	76.7%	78.3%	75.7%	% מסך המכירות
41,781	42,960	11,126	9,072	10,768	11,994	רווח גולמי
22.0%	22.8%	22.2%	23.3%	21.7%	24.3%	% מסך המכירות
17,200	17,077	4,699	3,746	4,127	4,505	הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות
9.0%	9.1%	9.4%	9.6%	8.3%	9.1%	% מסך המכירות
24,581	25,883	6,427	5,326	6,641	7,489	רווח תפעולי
12.9%	13.8%	12.9%	13.7%	13.4%	15.2%	% מסך המכירות
(1,400)	(1,912)	(411)	(485)	(701)	(315)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
23,181	23,971	6,016	4,841	5,940	7,174	רווח לפני מסים
4,636	5,711	1,348	1,028	1,392	1,943	מסים על ההכנסה
20.0%	23.8%	22.4%	21.2%	23.4%	27.1%	% מס אפקטיבי
18,544	18,260	4,668	3,813	4,548	5,231	רווח מפעילויות מתמשכות
<u>0</u>	<u>120</u>	<u>0</u>	<u>58</u>	<u>(90)</u>	<u>152</u>	רווח (הפסד) מפעילות מופסקת, נטו
18,544	18,380	4,668	3,871	4,458	5,383	רווח נקי
9.8%	9.8%	9.3%	9.9%	9.0%	10.9%	% מסך המכירות
						רווח למניה:
22,038	20,755	21,673	21,478	21,365	20,817	מספר מניות בדילול (אלפים)
0.84	0.89	0.22	0.18	0.21	0.26	רווח נקי, למניה בדילול (\$)

תחזית רבעונים 2007

אלפי \$						
תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	
2008E	2007E	10-12/ 2007E	7-9/ 2007E	4-6/ 2007E	1-3/ 2007E	
						מכירות לפי מוצרים:
99,642	100,649	25,099	25,150	25,200	25,200	הלבשה תחתונה
67,142	56,900	16,700	14,500	14,000	11,700	בגדי ספורט
35,789	32,535	11,911	642	8,409	11,574	בגדי ים
202,573	190,084	53,710	40,292	47,609	48,474	סה"כ מכירות
						מכירות לפי חטיבות:
113,441	105,115	29,540	24,175	25,709	25,691	חטיבת Seamless
89,132	84,969	24,169	16,117	21,900	22,783	חטיבת Cut & Sew
202,573	190,084	53,710	40,292	47,609	48,474	סה"כ מכירות
						זוח רווח והפסד:
202,573	190,084	53,710	40,292	47,609	48,474	מכירות
158,412	148,304	41,410	31,226	37,373	38,294	עלות המכירות
78.2%	78.0%	77.1%	77.5%	78.5%	79.0%	% מסך המכירות
44,161	41,781	12,300	9,066	10,236	10,179	רווח גולמי
21.8%	22.0%	22.9%	22.5%	21.5%	21.0%	% מסך המכירות
17,652	17,200	4,900	3,700	4,200	4,400	הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות
8.7%	9.0%	9.1%	9.2%	8.8%	9.1%	% מסך המכירות
26,509	24,581	7,400	5,366	6,036	5,779	רווח תפעולי
13.1%	12.9%	13.8%	13.3%	12.7%	11.9%	% מסך המכירות
(1,150)	(1,400)	(300)	(330)	(370)	(400)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
0	0	0	0	0	0	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
25,359	23,181	7,100	5,036	5,666	5,379	רווח לפני מסים
5,579	4,636	1,420	1,007	1,133	1,076	מסים על ההכנסה
22.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	% מס אפקטיבי
19,780	18,544	5,680	4,029	4,533	4,304	רווח מפעילויות מתמשכות
0	0	0	0	0	0	רווח (הפסד) מפעילות מופסקת, נטו
19,780	18,544	5,680	4,029	4,533	4,304	רווח נקי
9.8%	9.8%	10.6%	10.0%	9.5%	8.9%	% מסך המכירות
						רווח למניה:
22,500	22,038	22,250	22,100	21,950	21,800	מספר מניות בדילול (אלפים)
0.88	0.84	0.26	0.18	0.21	0.20	רווח נקי, למניה בדילול (\$)

תחזית רב שנתית והערכת שווי

מיליון \$						
תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	בפועל	
2011E	2010E	2009E	2008E	2007E	2006	
241.3	228.7	215.7	202.6	190.1	188.1	סה"כ מכירות
5.5%	6.0%	6.5%	6.6%	1.1%	9.8%	% צמיחה (תקופה מקבילה קודמת)
190.6	180.2	169.4	158.4	148.3	145.1	עלות המכירות
79.0%	78.8%	78.5%	78.2%	78.0%	77.2%	% מסך המכירות
50.7	48.5	46.4	44.2	41.8	43.0	רווח גולמי
21.0%	21.2%	21.5%	21.8%	22.0%	22.8%	% מסך המכירות
19.1	18.6	18.1	17.7	17.2	17.1	הוצאות מכירה והנה"כ
7.9%	8.1%	8.4%	8.7%	9.0%	9.1%	% מסך המכירות
31.6	29.9	28.3	26.5	24.6	25.9	רווח תפעולי
13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	12.9%	13.8%	% מסך המכירות
7.9	6.9	6.5	5.8	4.9	-	מס
25.0%	23.0%	23.0%	22.0%	20.0%	-	% מס אפקטיבי
23.7	23.0	21.8	20.7	19.7	-	רווח תפעולי לאחר מס
10.7	10.7	10.4	10.0	9.6	-	פחת
(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.0)	(1.9)	-	השקעות לשמירת כושר הייצור
0.0	0.0	(3.0)	(4.0)	(4.0)	-	השקעות להגדלת כושר הייצור
(2.1)	(2.1)	(5.1)	(6.0)	(5.9)	-	סה"כ השקעות בנכסים קבועים
(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.6)	(0.1)	-	גידול בהון חוזר
31.6	30.9	26.4	24.1	23.2	-	תזרים תפעולי נקי

הערכה בוצעה בגישת "עסק חי" (D.C.F) תוך צמיחה במכירות בשיעורים שנתיים פוחתים של 5%-7%. למרות שינוי תמהיל מוצרים לטובה בשל התגברות התחרות ולחץ מחירים הונח כי שיעור הרווח הגולמי ירד בהדרגה ויתכנס לשיעור של 21% מסך המכירות. בנוסף עשינו שימוש בהנחות הבאות: 40% מעלות המכירה והנה"כ משתנה בהתאם לשינויים במכירות החברה, מס בשיעור של 22%-25%, השקעות לשמירה על יכולת הייצור הנוכחית בשיעור של 20% מהפחת והשקעות נוספות להרחבת כושר הייצור בסך 11 מיליון \$, בטווח הארוך רמת ההשקעות תהא זהה לרמת הפחת, והגידול בהון החוזר אינו מהותי. בנוסף, הונח שיעור היוון של 12% תוך צמיחה שנתית בטווח הארוך בשיעור של 2%. מהשווי התפעולי בסך כ-248 מיליון \$ הופחת חוב נטו בסך של כ-5 מיליון \$ ומלוא יתרת המסים הנדחים במאזן (הנחה שמרנית) בסך של כ-12 מיליון \$. בתחשיב זה מתקבל שווי חברה של כ-231 מיליון \$. השווי למניה הוערך בדילול מלא בהנחה של כ-23 מיליון מניות ותוך אומדן תמורה עתידית ממימוש אופציות בסך של כ-15 מיליון \$. השווי למניה המוערך הינו כ-10.7\$.

ניתוח רגישות

						רגישות למכפיל רווח נקי
13.5	13.0	12.7	12.5	12.0	11.5	מכפיל לרווח לשנת 2007E
12.9	12.4	12.2	12.0	11.5	11.0	מכפיל גלום לרווח לשנת 2008E
0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	רווח נקי, למניה בדילול (\$), שנת 2007E
0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	רווח נקי, למניה בדילול (\$), שנת 2008E
11.36	10.94	10.70	10.52	10.10	9.68	מחיר יעד (\$)
9.37	9.37	9.37	9.37	9.37	9.37	מחיר מניה נוכחי, בניו יורק (\$)
21%	17%	14%	12%	8%	3%	% פער לעומת השוק
47.57	45.81	44.82	44.05	42.29	40.53	מחיר יעד (ש"ח)
38.74	38.74	38.74	38.74	38.74	38.74	מחיר מניה נוכחי, בת"א (ש"ח)
23%	18%	16%	14%	9%	5%	% פער לעומת השוק

רגישות שווי מניה בדילול מלא (ש"ח)					
שיעור היוון					שיעור צמיחה בטווח ארוך
13.0%	12.5%	12.0%	11.5%	11.0%	
38.83	40.39	42.08	43.93	45.97	1.0%
39.89	41.56	43.38	45.39	47.60	1.5%
41.05	42.84	44.82	46.99	49.41	2.0%
42.31	44.26	46.40	48.78	51.44	2.5%
43.70	45.82	48.16	50.77	53.71	3.0%
רגישות שווי מניה בדילול מלא (\$)					
שיעור היוון					שיעור צמיחה בטווח ארוך
13.0%	12.5%	12.0%	11.5%	11.0%	
9.27	9.64	10.05	10.49	10.98	1.0%
9.52	9.92	10.36	10.84	11.37	1.5%
9.80	10.23	10.70	11.22	11.80	2.0%
10.10	10.57	11.08	11.65	12.28	2.5%
10.44	10.94	11.50	12.12	12.83	3.0%

הבהרה וגילוי נאות

מסמך זה הוכן על ידי קבוצת אקסלנס (להלן: "אקסלנס"). הוא הוכן בהסתמך על מידע הנגיש לכלל הציבור, על נתונים שפותחו בחברה ועל מקורות אחרים הנחשבים למהימנים. על אף שנקטנו בכל כללי הזהירות הסבירים על מנת לוודא כי העובדות המובאות להלן מדויקות וכי הדעות המובאות סבירות והגיוניות בזמן פרסומן, אין הדירקטורים, המנהלים והעובדים אחראים בכל דרך שהיא לתוכן.

מסמך זה הוא בבעלות אקסלנס, כמו גם זכויות היוצרים עליו, ואין להעתיק או להפיץ כל חלק ממנו בשום אמצעי ללא אישור מפורש מראש ובכתב מאת אקסלנס.

מסמך זה מובא אך ורק לידיעתם של משקיעים מוסדיים (מקצועיים ומנוסים), האמורים לבצע את החלטתם בנוגע להשקעות בלי להסתמך שלא לצורך על מסמך זה, או על כל תיעוד אחר הקשור אליו. אקסלנס, הדירקטורים שלה, מנהליה ועובדיה אינם לוקחים על עצמם כל אחריות שהיא לכל הפסד ישיר או נסיבתי הנובע משימוש במסמך זה או מסמכים אחרים הקשורים אליו.

מסמך זה אינו מהווה הזמנה לקנות או למכור ניירות ערך. העושה שימוש באמור במסמך זה עושה זאת על אחריותו הבלעדית.

אקסלנס ו/או חברות קשורות לה, הדירקטורים שלה ו/או מנהליה עשויים, בהתאם למגבלות החוק, להחזיק, למכור ו/או לרכוש ו/או להתעניין במסחר בניירות ערך הקשורים בצורה ישירה או עקיפה לחברה הנסקרת. חברת החיתום מקבוצת אקסלנס שימשה חתם בהנפקה לציבור בישראל של החברה הנסקרת. חברות מקבוצת אקסלנס המנהלות קופ"ג, פנסיה, קרנות נאמנות ותיקי השקעות במסגרת פעילותן השוטפת מחזיקות ו/או עשויות למכור ו/או לרכוש ני"ע של החברה הנסקרת. כמו כן, אקסלנס עשויה לקיים ו/או מקיימת קשרים עסקיים עם החברה הנסקרת ועשויה לקיים עמה קשרים עסקיים נוספים.

מפתח דירוג ההמלצה

קניה : צפי לעליית מחיר המניה בשנה הקרובה ומחיר יעד גבוה לפחות ב-15% מהמחיר הנוכחי (מחיר בסיס).
נייטרלי : צפי ליציבות מחיר המניה ביחס לשוק.
מכירה : צפי לירידת מחיר המניה ו/או מחיר היעד נמוך מהמחיר הנוכחי.