

תפרון		מניות קטנות	השלמת המהפך העסקי בקצב של NIKE ! צמיחה דו ספרתית בטקסטיל ? זה לא טקסטיל, זה הייטק. תשואת יתר \$8.8 למניה
נתונים עיקריים			
מחיר יעד (\$) \$ 8.8			<p>תפרון עוסקת בנישה של ייצור ביגוד איכותי ומתקדם בטכנולוגיית Seamless (ללא תפרים). לכאורה ניתן לחשוב כי מדובר בעוד יצרן טקסטיל, אולם למעשה מדובר בחברה הניצבת בחזית הטכנולוגיה והשיווק העולמיים - חזית ההייטק של הענף.</p> <ul style="list-style-type: none"> הטכנולוגיה. החברה מייצרת מוצרי ביגוד ואופנה בדרך של שזירת חוטים ממוכנת מבוססת על מערכות מחשב מתקדמות. מוצרי החברה הינם ללא תפרים ומאפשרים שליטה על כל פיקסל בבגד. התוצאה: יכולת התאמה פונקציונלית ואופנתית של הבגד לצרכים שונים (כפי שיתואר להלן). השוק. עד לפני מספר שנים התמקדה החברה בשוק ההלבשה התחתונה בייצור עבור מותגים מובילים כמו ויקטוריה סיקרסט (תמונות להלן). לפני כשלוש שנים ביצעה החברה מהלך אסטרטגי משמעותי והחליטה להתמקד בתחום הספורט המקצועי (SID- Sport Innovation Division). הדרישות הגבוהות המאפיינות את הביגוד הייעודי לספורט התחרותי, כחלק מהרצון לשיפור הישגים מהוות פוטנציאל עצום עבור החברה. היכולת להביא לייצור המוני את העיצוב החדשני ביותר מבחינת שילוב חומרים וגזרות מהווה הזדמנות משמעותית ביותר לחברה. הלקוחות. לקוחות החברה הן החברות המובילות בעולם בתחום הביגוד הפונקציונלי ובראשן Nike, Adidas, Reebok, Under Armour, Patagonia ואחרים. לקוחות אלו מהווים להערכת החברה כ- 50% משוק ה Performance Sport Apparel, המוערך בכ- 5 מיליארד דולר לשנה. מוצרי תפרון מאפשרים ללקוחותיה להגיע לשוק הספורט המקצועי עם המוצרים המתקדמים ביותר בעולם. בעניין זה חשוב לשים לב לעובדה שטכנולוגיית ה Seamless של תפרון אומצה על ידי החברה המובילה בעולם, Nike, כקו מוצרי הדגל החדשני ביותר שלה Nike Pro-vent. מנוע הצמיחה. הבאת קו מוצרים חדשני ומתקדם, המיועד לקהל יעד הולך וצומח, תוך הישענות על קמפיין שיווקי של החברות המובילות בעולם מהווה הזדמנות עסקית לצמיחה דו ספרתית עבור תפרון. הכנסות חטיבת ה Active Wear צמחו מ- 12 מ' דולר בשנת 2003 לכ- 20 מ' דולר ב- 2004 וצפויות להגיע לכ- 55 מ' דולר בשנת 2005. חזרה לרווחיות. לאחר שלוש שנים קשות של אתגרים תפעוליים בחברה (יישם מהלך מיקוד אסטרטגי ועקומת למידה) לצד אווירת משבר בכלכלה העולמית, חזרה החברה לפסים של רווחיות. צמיחה מהירה בפעילות חטיבת ה Active Wear לצד התמודדות מוצלחת עם נושאים תפעוליים בעת המעבר לייצור המוני הביאו את החברה בחזרה לפסים של רווחיות, הצפויה להשתפר באופן משמעותי חד בשנים הבאות בזכות המשך צמיחה מהירה והעמקת הנוכחות בקרב שחקני המפתח העולמיים. תחרות. החברה הינה מובילה בתחומה, הן מבחינת כושר הייצור (כ- 10% מהיצוד הייעודי בעולם, כאשר למחלקת הפיתוח לכשעצמה יש כושר ייצור של מפעל רגיל בעולם), הן מבחינת הידע והנסיון והן מבחינת הקשר עם הלקוחות. להערכתנו, היתרון האחרון הוא החשוב ביותר, על רקע העובדה שהצעדים האסטרטגיים של חברות כמו Nike ו Adidas נשענים קודם כל על איכות ועמידה ביעדים טכנולוגיים ותפעוליים ופחות על מחיר, כך שהסיכון התחרותי לחברה נמוך יחסית בשלב זה. ובסופו של דבר - Just Do It ! לא סתם בחרנו בסלוגן של Nike. המהלך האסטרטגי החל, הגל בעיצומו והפוטנציאל נמצא כאן מעבר לפינה. עכשיו רק לעשות את זה נכון ולקטוף את הפירות. <p>בהתבסס על תחזית הרווח שלנו לשנת 2006 ומכפיל רווח 12.5 (המתאים לפוטנציאל הצמיחה של החברה) אנו ממליצים על תפרון בתשואת יתר ומחיר יעד של \$8.8 למניה (39% מעל המחיר הנוכחי). להערכתנו, הרישום הכפול של המניה וכניסתה הצפויה למדד ת"א 100 , צפויים לתרום אף הם לתשואה הצפויה.</p>
המלצה	ת. יתר		
שווי שוק (מ' \$)	120		
מחיר מניה (מ' \$)	\$6.4		
גבוה 12 ח'	\$ 6.4		
נמוך 12 ח'	\$3.5		
שינוי 12 חודשים	46%		
שינוי ת"א 100 ח'	27%		
מחזור יומי (אלפי \$)	100		
סחורה צפה	25%		
P/E 05E	21.1		
P/E 06E	9.1		
המלצה קודמת	NA		
מחיר יעד קודם	NA		



מודל והמלצה

הטבלה להלן מציגה את תחזית הרווח שלנו לתפרון (אלפי דולר):

2007E	2006E	2005E	Q4/05E	Q3/05E	Q2/05	Q1/05	2004	2003	2002	סעיף
295,772	246,476	205,397	54,000	49,000	49,778	52,619	182,819	163,086	190,305	מכירות
20.0%	20.0%	12.3%	20.9%	12.2%	9.1%	7.7%	12.1%	-14.3%		שינוי Y/Y
53,239	44,366	34,219	9,180	8,330	8,377	8,332	22,882	23,664	37,370	רווח גולמי
20.0%	29.7%	49.5%	169.1%	80.2%	9.7%	15.5%	-3.3%	-36.7%		שינוי Y/Y
18.0%	18.0%	16.7%	17.0%	17.0%	16.8%	15.8%	12.5%	14.5%	19.6%	אחוז מההכנסות
24,231	22,029	20,026	5,000	5,000	4,907	5,119	22,387	20,323	22,151	מכירה, שיווק ונל"יות
10.0%	10.0%	-10.5%	-7.8%	-19.4%	-11.1%	-2.4%	10.2%	-8.3%		שינוי Y/Y
8.2%	8.9%	9.7%	9.3%	10.2%	9.9%	9.7%	12.2%	12.5%	11.6%	אחוז מההכנסות
29,007	22,337	14,193	4,180	3,330	3,470	3,213	495	3,341	15,219	רווח מפעולות
29.9%	57.4%	2767.3%	-307.8%	-310.9%	63.8%	63.3%	-85.2%	-78.0%		שינוי Y/Y
9.8%	9.1%	6.9%	7.7%	6.8%	7.0%	6.1%	0.3%	2.0%	8.0%	אחוז מההכנסות
4,000	4,000	3,714	1,000	1,000	874	840	5,212	5,628	5,457	הוצאות מימון
							0	(228)	2,293	הוצאות אחרות
25,007	18,337	10,479	3,180	2,330	2,596	2,373	(4,717)	(2,059)	7,469	רווח לפני מס
36.4%	75.0%	-322.2%	-174.5%	-182.8%	222.9%	52.0%	129.1%	-127.6%		שינוי Y/Y
8.5%	7.4%	5.1%	5.9%	4.8%	5.2%	4.5%	-2.6%	-1.3%	3.9%	אחוז מההכנסות
6,752	4,951	2,860	859	629	663	709	203	(424)	4,979	מסים על הכנסה
27.0%	27.0%	27.3%	27.0%	27.0%	25.5%	29.9%	-4.3%	20.6%	66.7%	אחוז מהרווח לפני מס
2,000	2,000	1,882	500	500	428	454	1,945	2,818	1,994	זכויות המיעוט
									(17,994)	השפעת שינוי מדיניות חשבונאית
18,255	13,386	5,737	1,821	1,201	1,505	1,210	(6,865)	(4,453)	(17,498)	רווח נקי
36.4%	133.3%	-183.6%	-144.0%	-141.1%	1572.2%	1041.5%	54.2%	-74.6%		שינוי Y/Y
6.2%	5.4%	2.8%	3.4%	2.5%	3.0%	2.3%	-3.8%	-2.7%	-9.2%	אחוז מההכנסות
0.96	0.71	0.30			0.08	0.07	-0.44	-0.36	-1.41	EPS
6.6	9.0	21.0					NA	NA	NA	P/E
10,000	10,000	10,000	2,500	2,500	2,547	2,403	11,314	9,005	31,888	פחת והפחתות
39,007	32,337	24,193	6,680	5,830	6,017	5,616	11,809	12,346	47,107	EBITDA
20.6%	33.7%	104.9%	2294.3%	123.1%	29.9%	31.0%	-4.3%	-73.8%		שינוי Y/Y
13.2%	13.1%	11.8%	12.4%	11.9%	12.1%	10.7%	6.5%	7.6%	24.8%	אחוז מההכנסות
(3,000)	(3,000)	(3,000)					(3,000)			התאמות ל EBITDA - חלק המיעוט
36,007	29,337	21,193					8,809			ADJ. EBITDA

- **הכנסות.** מנוע הצמיחה המשמעותי בפעילות החברה הוא פעילות חטיבת ה Active Wear תוך הישענות על ההצלחה של פעילות החברות המצליחות בעולם.
- **רווח גולמי.** להערכתנו, עם שיפור המערך התפעולי והרחבת הייצור ההמוני תצליח החברה להמשיך את תהליכי ההתייעלות שלה ולשפר את שיעורי הרווח הגולמי. להערכתנו, החברה צפויה להגיע לשיעורי רווחיות גולמית של כ- 20% אך מטעמי שמרנות התייחסנו לשיעורים נמוכים יותר בשלב זה.
- **רווח תפעולי ונקי.** היתרון לגודל בצד ההכנסות וההתייעלות ברווחיות הגולמית צפויים להביא לשיפור משמעותי ביותר ברווח התפעולי והנקי בשנתיים הבאות.

בהערכת החברה התייחסנו למכפיל 12.5 על הרווח החזוי בשנת 2006.

שילוב של טכנולוגיה מובילה, הנותן מענה לצרכי החברות המובילות בעולם, יתרון תחרות וצמיחה מהירה מביאים אותנו להמלצה – תשואת יתר.

מחלקת ברוקראג'

דסק ישראלי

רונו ויסברג מנהל מחלקת ברוקראג' 03-5653546 ronen@clal-fin.co.il	נאור אל חי 03-5653552 neor@clal-fin.co.il	חגית דלאל 03-5653543 hagitd@clal-fin.co.il	משה בן אסיאג 03-5653550 mosheba@clal-fin.co.il	אריה לנצברג 03-5653541 ariehl@clal-fin.co.il
--	--	---	--	---

דסק בינלאומי

אג"ח בינלאומי

נגזרים

לני קושניר 03-5653554 lenny@clal-fin.co.il	אבי ויינרב 03-5653556 aviwe@clal-fin.co.il	שמוליק מארי 5652565-03 smuelma@clal-fin.co.il	תהילה ויסברג 03-7616407 tehilaw@clal-fin.co.il	צחי סוקול 03-7616450 tzahiso@clal-fin.co.il
--	--	---	--	---

מחקר

מאקרו כלכלה

Backoffice

יובל בן זאב בנקים, אחזקות, ביטוח 03-5653559 yuvalb@clal-fin.co.il	יסכה ארז פארמה, כימיה, מזון, רשתות 03-6251037 yisca@clal-fin.co.il	מריסה בנדר רכות מחקר 03-6251014 marisab@clal-fin.co.il	רן ישראלי אפיקים סולידיים 03-6251039 rani@clal-fin.co.il	בטי מזרחי 03-5653537 betty@clal-fin.co.il
---	---	---	--	---

- חברת דיסקונט השקעות מקבוצת אי.די.בי עליה נמנית גם כלל פיננסים בטוחה היא בעלת עניין בתפרון.
- כלל פיננסים בטוחה וחברות אחרות בקבוצת כלל פיננסים נמצאות במגע עם חברת תפרון לבחינת אפשרויות לגיוס הון ו/או למכירת מניות.

- **קניה** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **תשואת יתר** - המניה צפויה להניב תשואת יתר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **תשואת שוק** - המניה צפויה להניב תשואה שתהיה בין תשואת יתר של 10% לתשואת חסר של 10% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **תשואת חסר** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 10% - 20% ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.
- **מכירה** - המניה צפויה להניב תשואת חסר של 20% ומעלה ביחס למדד ת"א 100 ב-12 החודשים הבאים.

ניתוח הכלול בדוח זה הנו למטרת אינפורמציה בלבד, ובשום אופן אין לראות בו הצעה או ייעוץ לרכישה ו/או מכירה ו/או החזקה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים המתוארים בדוח. הניתוח מתפרסם בהתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ומידע אחר, לרבות מידע שפורסם על ידי החברה נשואת דוח זה, ואשר כלל פיננסים בטוחה מניחה שהינו מהימן, וזאת, מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות לשם בירור מהימנות המידע. המידע המופיע בדוח זה אינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. הערכת השווי שבדוח זה הנה יחסית והיא נעשית על בסיס פרמטרים ונוסחאות כלכליות המקובלים בשוק ההון ובעולם, נכון למועד כתיבת הדוח. שיטות שונות להערכת שווי עשויות להוביל למסקנות שונות בדבר שווי כלכלי. דוח זה אינו מהווה בשום צורה שהיא תחליף לייעוץ השקעות המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. חברת כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטתה וכך בעלי מניותיה ועובדיה, לא יהיו אחראים בכל צורה שהיא לנוק ו/או הפסד שיגרם משימוש בדוח זה, אם ייגרמו, וכן אינם יכולים לערוב או להיות אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח זה. כלל פיננסים בטוחה אינה מתחייבת כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. הקבוצה עליה נמנית כלל פיננסים בטוחה הנה קבוצה העוסקת בניהול תיקי השקעות, מסחר בניירות ערך, ביצוע פעולות בבורסה ובבנקאות להשקעות, חברות בשליטתה ובעלי מניותיה, או גורמים אחרים הקשורים עמה באופן זה או אחר מחזיקים במישרין ו/או בעקיפין בניירות ערך ו/או נכסים פיננסיים נשואי דוח זה, הן לפני פרסומו, הן בזמן פרסומו והן לאחר פרסומו. כמו כן, מתוקף היות כלל פיננסים בטוחה, חברות בשליטה, בעלי מניותיה או גורמים אחרים הקשורים עמה, גופים העוסקים בחיתום, עשויים גופים אלה לשמש כחתימים של ניירות ערך של החברה נשואת דוח זה, וכן עשויים להיות קשורים עמה בקשרים עסקיים. דוח זה מיועד אך ורק לנמען ששמו מופיע לעיל, והעברת חלקים מתוכנו לאחרים, או פרסומם בכל דרך שהיא, ללא קבלת אישור מראש ובכתב מכלל פיננסים בטוחה וללא ציון הערה זו בגוף הטקסט, במקום הבולט לעין, הנה אסורה, אם לא צוין אחרת, המידע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה.