



לידר דש השקעות ופיננסים בע"מ

מקבוצת שרם פודים קלנר

18 בפברואר 2002

קסטרו מודל

קניה

מחיר יעד - 35.6

שנת שיא בתקופת מיתון בזכות רשת הגברים - Castro Men

אנליסט: יובל בן זאב *
972 - 3 - 684 - 5749
yuval@leader.co.il



נקודות עיקריות

- שנת 2001 היתה שנת שיא לקסטרו עם צמיחה מהירה, אשר התבססה על רקע הגידול המהיר בפעילות רשת חנויות הגברים Castro Men. הצמיחה בולטת לטובה על רקע המיתון במשק בכלל והפגיעה בפעילות בקניונים, שם ממוקמות חנויות החברה, כתוצאה מהמצב הבטחוני.
- בחנויות הנשים חלה ירידה בהיקף המכירות בחנויות זהות, אך המגמה החיובית בחנויות הגברים פיצתה על ירידה זו.
- התוצאות הכספיות ברבעון הרביעי היו טובות יותר מההערכות המוקדמות שלנו. המכירות היו גבוהות מהצפוי למרות הפגיעה המתמשכת בפעילות הקניונים בישראל בשנה האחרונה. התוצאות הטובות בולטות על רקע העובדה שמכירות סוף העונה החלו השנה מוקדם בכשלושה שבועות בגלל המיתון במשק ובגלל העובדה שחג החנוכה היה מוקדם השנה.
- בחודש ספטמבר 2000 פתחה החברה את רשת Castro Men, אשר הצליחה מעבר לציפיות. מספר החנויות ברשת הגברים גדל מ-6 חנויות בעת הפתיחה ל-23 חנויות כיום. חנויות הגברים מהוות את בסיס הצמיחה החזק של החברה, אשר מביא לגידול במכירות וברווח, תוך ניצול יתרונות לגודל.
- החברה בוחנת כיווני התפתחות לחו"ל (קפריסין, יוון וכו'), אשר אם יבשילו יאפשרו לחברה להמשיך ולצמוח בקצב מהיר גם בעתיד.
- הרווח הגבוה של החברה מתורגם לתשואת דיבידנד. התשואה הממוצעת בשנתיים האחרונות הינה בשיעור של מעל ל-8% והחברה הצהירה על מדיניות חלוקת דיבידנד בסך 10 מ' ש"ח לפחות לשנה.
- להערכתנו, שנת 2002 לא תהיה שנה קלה לחברה, על רקע מצב הבטחוני והכלכלי בישראל. עם זאת, אנו מאמינים כי החברה תצליח להגדיל את סך הכנסותיה ולשמור על רווח נקי בהיקף דומה לזה של 2001.
- בהערכת השווי אנו נוקטים גישה שמרנית ומעריכים את החברה לפי מכפיל 8 על הרווח הנקי בשנת 2001, המבטא מכפיל 7.7 על הרווח הצפוי לשנת 2002.**
- השווי המוערך על ידינו הוא כ- 190 מ' ש"ח, כ- 35.6 ש"ח למניה, הגבוה בכ- 25% ממחירה בשוק.
- להערכתנו מדובר בהערכה שמרנית על רקע השיפור שהציגה החברה ברבעונים האחרונים ועל הציפייה לתוצאות טובות גם בשנה קשה כמו 2002.

נתונים עיקריים

שווי שוק (מ' ש"ח)	155
שער נוכחי	28.7
מחיר יעד	35.6
טווח 52 שבועות	16.8-32.4
סחורה צפה (%)	20%
מחזור ממוצע (א' ש"ח)	145
תשואת דיבידנד*	8.3%
P/E 01	6.5
P/E 02 E	6.3
מכפיל הון עצמי	1.6
* ממוצע בשנתיים האחרונות	

בעלי עניין עיקריים

שם	%	+/ - 3 ח'
א.ל. החזקות	32.2	-
רוטר החזקות	32.0	-
לאומי ק. גמל	8.2	(1.0)
קסטרו שיווק (בת)	6.7	(0.6)

תאור החברה

חברת קסטרו מודל בע"מ ("קסטרו" או "החברה"), עוסקת בעיצוב, ייצור ושיווק אופנה לצעירות ולצעירים. שיווק ומכירת מוצרי החברה נעשה ע"י רשת חנויות קסטרו השייכת לחברה בת, וכן באמצעות זכיינים הרוכשים ומשווקים את תוצרת החברה בחנויות הנושאות את השם קסטרו. הפעילות נחלקת בין רשת Castro לנשים ורשת Castro Men החדשה המיועדת לגברים.

P/E	EBITDA	EPS ⁽²⁾	שינוי ⁽¹⁾	רווח נקי	רווח מפעילות	אחוז רווח גולמי	רווח גולמי	שינוי ⁽¹⁾	הכנסות	מ' ש"ח
5.5	39.4	3.93	150%	20.8	31.2	53.4%	122.6	37.2%	229.1	2000
6.5	48.6	4.48	14.4%	23.9	37.0	52.9%	153.7	26.9%	290.7	2001
6.3	52.1	4.60	3.3%	24.6	39.6	52.5%	160.1	4.9%	305.0	2002E
5.6	10.7	1.04	41.9%	5.6	8.6	51.8%	35.9	33.8%	69.3	Q1 01
6.5	18.0	1.71	39.3%	9.0	14.5	51.9%	46.7	19.0%	89.9	Q4 01
6.5	12.1	1.05	0.5%	5.6	8.6	50.5%	37.9	8.2%	75.0	Q1 02E

(1) בנתונים הרבעוניים - שינוי ביחס לרבעון מקביל. (2) רווח למניה בניכוי השפעת מניות בידי חברה בת.

המלצה

זה מספר שנים שהחברה מתמקדת בהצלחה בשיווק ובפיתוח המותג קסטרו. מהלך אסטרטגי משמעותי נוסף שביצעה החברה היה הקמת רשת חנויות האופנה לגברים - Castro Men בחודש ספטמבר של השנה הקודמת.

מהלכים אלו הוכיחו עצמם במלוא העוצמה וזה שנים עשר רבעונים רצופים שהחברה משיגה צמיחה דו-ספרתית בהכנסותיה. שנת 2001 היתה שנת שיא נוספת בתוצאות החברה.

בהמשך למגמות במשק הישראלי אנו מעריכים כי בתקופה הקרובה תימשך ההאטה בפעילות חנויות זהות. הסיבה לכך נובעת להערכתנו מהמיתון המתמשך במשק ומהמצב הבטחוני הפוגע באופן קשה בפעילות הקניונים בישראל, שם ממוקמות מרבית חנויות החברה. במקביל צפויה האטה בפתירת סניפים חדשים, אשר היוו את מנוע הצמיחה של החברה ברבעונים האחרונים.

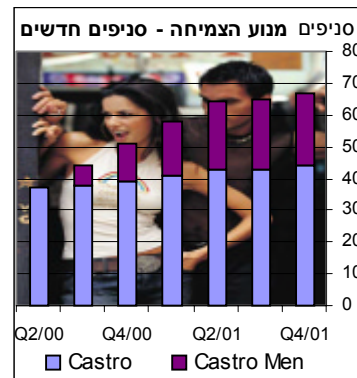
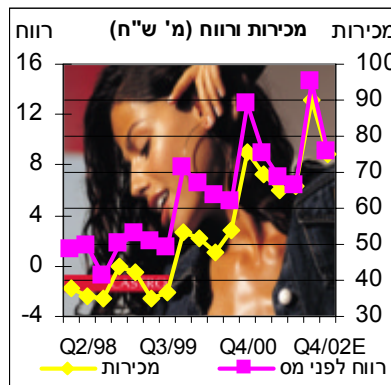
ההצלחה של רשת Castro Men ומגמת השיפור ברווחיות, תוך ניצול יתרונות לגודל מביאים לעלייה חדה ברווח הנקי, המבטיח למעשה גידול בדיבידנד המחולק.

במצב הנוכחי פוטנציאל הגידול בפעילות החברה בישראל מוגבל יחסית ותלוי במצב המשק כולו. פוטנציאל צמיחה משמעותי טמון בניסיונות החברה לפתח שווקים בחו"ל, בשלב זה בקפריסין וביוון.

מימוש מוצלח של המהלך האסטרטגי

תוצאות טובות בתקופה קשה מבחינה כלכלית ובטחונית

מנוע הצמיחה של החברה ממשיך להיות רשת Castro Men המצליחה מעבר לציפיות



בהערכת השווי אנו נוקטים גישה שמרנית ומעריכים את החברה לפי מכפיל 8 על הרווח הנקי בשנת 2001, המבטא מכפיל 7.7 על הרווח הצפוי לשנת 2002.

השווי המוערך על ידינו הוא כ- 190 מ' ש"ח, כ- 35.6 ש"ח למניה, הגבוה בכ- 25% ממחירה בשוק.

תוצאות הרבעון הרביעי

הטבלה להלן מציגה את התוצאות הכספיות של הרבעון הרביעי לאלו של הרבעון המקביל אשתקד ולהערכות המוקדמות שלנו. נתונים במ' ש"ח:

סעיף	Q4/01A	Q4/01E	Q3/01	Q4/00
הכנסות	89.9	84.0	66.3	75.4
רווח גולמי	46.7	44.1	34.5	41.5
אחוז מההכנסות	51.9%	52.5%	52.1%	54.9%
מכירה ושיווק	27.1	26.0	24.2	24.2
הנהלה וכלליות	5.1	4.5	4.0	3.9
רווח מפעולות רגילות	14.5	13.6	6.4	13.3
אחוז מההכנסות	16.2%	16.2%	9.6%	17.7%
רווח לפני מס	14.5	12.3	6.4	12.9
רווח נקי	9.0	7.6	4.1	10.3
EBITDA	18.0	17.1	9.9	15.7

תוצאות כספיות טובות ברבעון - מעל להערכות המוקדמות שלנו ובולטות לטובה על רקע מצב המשק

קסטרו ממשיכה להציג תוצאות טובות החל משורת ההכנסות ועד לשורת הרווח. התוצאות טובות מההערכות המוקדמות שלנו, למרות השפעת המיתון והמצב הבטחוני.

- הרבעון הרביעי חזק מבחינה עונתית ובכל זאת הגידול בהכנסות היה גבוה מהצפוי, תוצאה הבולטת לטובה על רקע ההאטה בפעילות הקניונים בישראל. תרומת רשת הגברים ממשיכה להפיתע לטובה והיא מפצה על הירידה שחלה בהכנסות מחנויות זהות ברשת הנשים.
- השחיקה ברווחיות הגולמית נובעת מההאטה במשק ומהקדמת מכירות סוף העונה בכשלושה שבועות.
- הוצאות המכירה והשיווק היו גדולות מההערכות המוקדמות שלנו, אך שמרו על אחוז קבוע מההכנסות.

- ◆ הגידול בהוצאות ההנהלה והכלליות הינו בעיקר תוצאה של תגמול עובדים על בסיס השיפור ברווחי החברה.
- ◆ החברה ביצעה במהלך השנה האחרונה עסקאות גידור, אשר הביאו להכנסות מימון, אשר קיזזו את הוצאות המימון. גם ברבעון הראשון של 2002 צפויה מגמה דומה.

תחזית עתידית והערכת שווי החברה

הטבלה להלן מציגה את הערכתנו בדבר תוצאות החברה לשנת 2002 (מ' ש), אחוז שינוי ביחס לרבעון מקביל בשנה קודמת):

סעיף	2002 E	2001	2000	Q1/02 E	Q4/01	Q1/01
מכירות	305.0	290.7	229.1	75.0	89.9	69.3
שינוי	4.9%	26.9%	37.2%	8.2%	19.0%	33.85
רווח גולמי	160.1	153.7	122.6	37.9	46.7	35.9
אחוז מההכנסות	52.5%	52.9%	53.4%	50.5%	51.9%	51.8%
הוצאות מכירה ושיווק	102.0	99.1	79.2	25.0	27.1	23.1
הוצאות הנהלה וכלליות	18.5	17.7	15.8	4.3	5.1	4.2
רווח מפעולות	39.6	37.0	31.2	8.6	14.5	8.6
אחוז מההכנסות	13.0%	12.7%	13.6%	11.4%	16.2%	12.5%
הוצאות מימון	0.5	0.2	0.4	(0.5)	0	(0.3)
רווח לפני מס	39.1	36.8	29.9	9.1	14.5	8.9
מסים על הכנסה	14.5	12.9	9.1	3.4	5.5	3.3
רווח נקי	24.6	23.9	20.8	5.6	9.0	5.6
שינוי	3.3%	14.4%	150.0%	0.5%	39.3%	41.9%
EPS	4.60	4.48	3.93	1.05	1.71	1.04
EBITDA	52.1	48.6	39.4	12.1	18.0	10.7

- ◆ הערכת ההכנסות מבוססת על האטה חדה בפתיחת חנויות חדשות (אך גידול במספר החנויות הממוצע בתקופה), ירידה של מעל ל-15% במכירות בחנויות קיימות ברשת הנשים בגלל המצב הבטחוני והפגיעה בפעילות בקניונים, וירידה קלה יותר בחנויות הקיימות ברשת הגברים.
- ◆ הרווחיות הגולמית תרד במקצת בהשוואה לשנת 2001 על רקע מצב המשק, למרות היתרונות לגודל בפעילות החברה.
- ◆ הוצאות השיווק והפרסום ימשיכו לגדול. בשנת 2001 היתה לחברה הוצאה גבוהה בגין פרסום בטלוויזיה בסך כ-8 מ' ש. להערכתנו בשנת 2002 תרד במקצת ההוצאה לפרסום בטלוויזיה, אך על רקע האטה במשק הוצאות הפרסום ימשיכו להיות גדולות.
- ◆ ברבעון הראשון של 2001 נהנתה החברה משיעור מס נמוך יחסית, אשר נבע מיתרת הפסד הסטורית לצורך מס. כתוצאה מכך צפוי גידול קל ברווח לפני מס ברבעון הקרוב, אך רווח נקי דומה לזה של הרבעון המקביל.
- ◆ להערכתנו, גם בשנת 2002 תמשיך החברה לצמוח ברווח וב-EBITDA שלה, אם כי בשיעור מתון יחסית. הצמיחה תלווה להערכתנו בחלוקת דיבידנד גבוה, בהמשך להכרזת החברה על מדיניות דיבידנד חדשה לפיה תחלק לפחות 10 מ' ש בשנה.

הגידול בהכנסות צפוי להימשך, לצד שחיקה קלה ברווחיות

הרווחיות הגבוהה תאפשר להערכתנו תשואת דיבידנד גבוהה גם בעתיד

הערכת השווי

הערכת החברה מתבססת על הרווח הנקי בשנת 2001, ולפי מכפיל 8, מכפיל 7.7 על הרווח הצפוי לשנת 2002.

שווי שוק	שווי כלכלי	שווי החברה
154 מ' ש"ח	191 מ' ש"ח	
28 מ' דולר	42 מ' דולר	
28.7 ש"ח למניה	35.6 ש"ח למניה	
6.5	8.0	P/E01
6.3	7.7	P/E02
3.3	4.0	EV/EBITDA 01
3.0	3.5	EV/EBITDA 02

הערכת שווי החברה לפי
מכפיל 8 על הרווח בשנת
2001

בהתאם לתוצאות ובהתאם למדיניות הדיבידנד המעודכנת של החברה אנו ממליצים על החברה בקניה.

* עורך הדו"ח: דני ברק.

הדו"ח מתבסס על מידע אשר פורסם לכלל הציבור ועל מידע אחר אשר לידר דש השקעות ופיננסים בע"מ ("לידר דש") מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שביצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת, מודגש כי אין לידר דש ואין מחברי הדו"ח ועורכיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדו"ח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדו"ח. לידר דש, לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או להפסד שיגרמו משימוש בדו"ח זה, אם יגרמו. הדו"ח אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. משקיע הקורא דו"ח זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על הדעות וההמלצות המובאות בו, תיצור עבורו רווחים. הדו"ח אינו ייעוץ השקעות ואינו מהווה הזמנה לרכוש או הזמנה למכור את ניירות הערך הנזכרים בו. לפיכך, אין להסתמך על המידע הכלול בדו"ח ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר ייעוץ מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לידר דש, מחברי הדו"ח ועורכיו לא יהיו אחראים לכל נזק שיגרם לקורא הדו"ח כתוצאה מהסתמכות עליו. הנחת קורא הדו"ח צריכה להיות שלידר דש, בעלי מניותיה, עובדיה או גורמים הקשורים עמה מחזיקים בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים המתוארים כולם או חלקם וכן שהם יקנו או ימכרו את ניירות הערך או הנכסים הפיננסיים הללו כולם או חלקם אחרי או לפני הוצאת הדו"ח. כמו כן, מכיוון שתאגידים קשורים ללידר דש עוסקים בחיתום ובייעוץ פיננסי ובליווי השקעות מכירות ורכישות, הנחת הקורא צריכה להיות כי תאגידים אלו היו חתמים או יהיו בעתיד חתמים להצעת ניירות ערך של החברה או של תאגידים קשורים שלה או של בעלי ענין בה, וכן כי הם סיפקו או יספקו להם ייעוץ פיננסי. אין להעתיק דו"ח זה או חלק ממנו ללא קבלת רשות מלידר דש.