

19 בינואר 2026

א' בשבט תשפ"ו

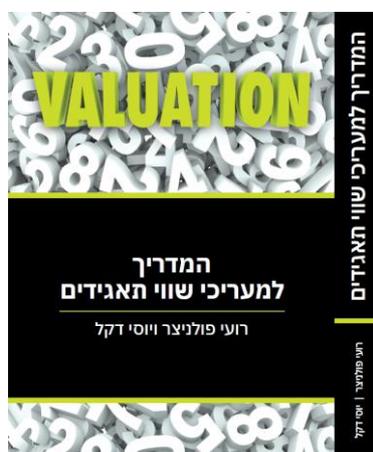
ניתוח ענף ההלבשה לסוף שנת 2025

1.1. הקדמה

במסמך זה אציג דוגמא לניתוח ענפי פונקציונאלי שאמור לשמש את מעריך השווי בעת הערכת שווי תאגיד בשיטת ה- DCF. מטרתה של הערכת שווי תאגיד בשיטת ה- DCF נועדה לבדוק האם שוויה של החברה המוערכת גדול מהונה העצמי החשבונאי, אם לאו

כדי לענות על שאלה זו מקובל ליישם את שיטת ה- DCF. השיטה המועדפת, בדרך כלל, להערכת שוויין של חברות הינה שיטת זרמי המזומנים המנוכים, – DCF – Discounted Cash Flows.

את פרטי השיטה ניתן לראות בספרם של פולניצר ודקל שכותרתו המדריך למעריכי שווי תאגידים בפרק 14. בשיטת ה- DCF מחושב שווי הנכס על פי זרמי המזומנים הצפויים להתקבל ממנו, לאחר היונם למועד הערכת השווי.



בצורה זו מוערכת הפעילות העיסקית כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (מוניטין) בעסק. לשם יישום שיטת ה- DCF יש לערוך תחזית לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות של החברה, השקעותיה ברכוש קבוע ובהון חוזר, הערכת פוטנציאל הצמיחה, הערכת סביבת הסיכון שבה היא פועלת, והערכת שווי הפעילות בתום תקופת התחזית (Terminal Value).

הניתוח הענפי יבוצע על הענף בארה"ב אך ניתן להשתמש בו חלף ניתוח של הענף בישראל. נסביר כי הנחת הבסיס האקסיומטית של מעריכי שווי של תאגידים בישראל אשר משתמשים במחקריו של המלומד בדבר הממוצעים הענפיים בארה"ב של פרמטרים פיננסיים שונים (כגון: אומדני ביתא, שיעורי מינוף, פרמיות סיכון שוק, סטיות תקן ועוד), היא שהענף בישראל שאליו משתייכת החברה הישראלית שאת שווייה הם מבקשים להעריך מתנהג/מתפלג בדומה לענף המקביל בארה"ב, ועל כן הפרמטרים הממוצעים שמצטט המלומד בעבור אותו ענף בארה"ב משקפים באופן כלכלי נאות את אותם פרמטרים בעבור אותו ענף בישראל.

במסמך זה ננתח את מצבו של ענף ה- Apparel בארה"ב, נכון לסוף שנת 2025, על בסיס מחקריו של המלומד Aswath Damodaran (להלן: "המלומד"). הניתוח שנבצע, הינו פונקציונלי ותועלתני בלבד ומטרתו, לחקור את שיעורי הצמיחה ההיסטוריים של הענף, להבין מהו פוטנציאל הצמיחה של הענף לטווח הקרוב ולטווח הרחוק ובעיקר, לנתח סטטיסטית, את שיעורי ההוצאות התפעוליות וההשקעות ברכוש קבוע ובהון חוזר, המקובלים בענף ובנוסף, לנתח אנליטית את הפרמטרים הפיננסיים של הענף.

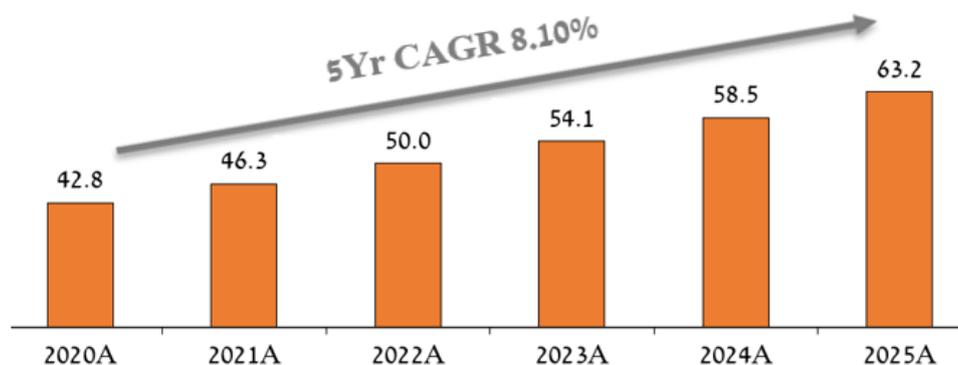
הנחת יסוד אקסיומטית של מעריכי שווי תאגידים בישראל, בבואם לעשות שימוש בממוצעים הענפיים בארה"ב, עבור פרמטר פיננסי מסוים (כגון: שיעורי הוצאות, שיעורי השקעות, ביתות, פרמיות סיכון וכו'), הנקובים במחקריו של המלומד, הינה, כי הענף בישראל שאליו משתייכת החברה המוערכת, מתנהג בדומה לענף המקביל בארה"ב, ועל כן, הממוצע הענפי הנקוב במחקר, בעבור ענף מסוים בארה"ב, משמש את מעריכי שווי התאגידים בישראל, כאומדן סביר, המשקף באופן כלכלי נאות, את הממוצע הענפי של הענף המקביל בישראל.

נתוני ענף ה- Apparel (להלן: "הענף") שיוצגו, נגזרים ממדגם שבנה המלומד על סמך נתוני 35 חברות ציבוריות בארה"ב. מאחר ונמצאה שונות, בין מאפייני החברות השונות, כגון: מבנה החברה, אופי הפעילות והיקפי פעילות, הרי שאין משמעות רבה לערכים המוחלטים של הפרמטרים. לפיכך, מקובל לעשות שימוש

ביחסים שבין פרמטרים פיננסיים שונים. בכל אחד מהתחומים הבאים נאמוד את נקודת היחוס (Benchmark) הענפית, כאמת מידה כללית והשוואתית בלבד.

1.2. ניתוח שיעורי הצמיחה ההיסטוריים

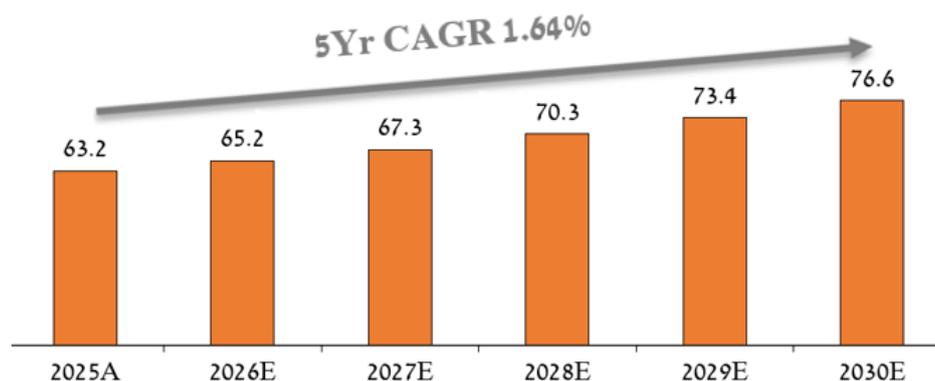
ממחקר בדבר הכנסות ענפיות של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי הכנסות הענף הסתכמו בשנה זו בכ- 63.23 מיליארדי דולר ארה"ב. ממחקר בדבר שיעורי צמיחה היסטוריים של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי ה-CAGR (שיעור הצמיחה השנתי הממוצע, Compound Annual Growth Rate) ההיסטורי הנומינלי בהכנסות הענף עמד על כ- 8.10% בשנים 2025-2020.



ה-CAGR ההיסטורי הריאלי בהכנסות הענף עמד על כ- 4.57% בשנים 2025-2020.

1.3. הערכת פוטנציאל הצמיחה

ממחקר בדבר שיעורי צמיחה חזויים של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי ה-CAGR החזוי הנומינלי בהכנסות הענף לשנים 2027-2025 נאמד ב- 3.15% לשנה. ממחקר בדבר שיעורי צמיחה חזויים של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, שה-CAGR החזוי הנומינלי בהכנסות הענף לשנים 2030-2025 נאמד ב- 1.64% לשנה.



ממחקר בדבר שיעורי צמיחה פרמננטיים של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור הצמיחה הפרמננטי הנומינלי, של הכנסות הענף בארה"ב, נאמד ב- 3% לשנה.

1.4. ניתוח שיעורי הוצאות

ממחקר בדבר שיעורי עלויות המכר של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור עלויות המכר הממוצע הענפי, הסתכם בשנה זו ב- 43.12%. ממחקר בדבר שיעורי הוצאות מחקר ופיתוח של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור הוצאות המחקר והפיתוח הממוצע הענפי בשנה זו הסתכם בשנה זו ב- 0.01%.

ממחקר בדבר שיעורי הוצאות מכירה ושיווק של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור הוצאות המכירה והשיווק הממוצע הענפי, הסתכם בשנה זו ב- 21.43%. ממחקר בדבר שיעורי הוצאות הנהלה וכלליות של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור הוצאות הנהלה והכלליות הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 26.19%.

ממחקר בדבר שיעורי הוצאות פחת והפחתות של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור הוצאות הפחת וההפחתות הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 1.81%.

1.5. ניתוח שיעורי הרווחיות

ממחקר בדבר שיעורי רווח גולמי של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור הרווח הגולמי הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 56.88%. ממחקר בדבר

שיעורי רווח תפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 11.47%.

ממחקר בדבר שיעורי רווח תפעולי (EBIT) של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור הרווח התפעולי (EBIT) הממוצע הענפי בשנה זו, הסתכם ב- 9.89%. ממחקר בדבר שיעורי רווח נקי של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור הרווח הנקי הממוצע הענפי בשנה זו הסתכם ב- 3.85%.

1.6. ניתוח שיעורי ההשקעות

ממחקר בדבר שיעורי ההשקעות ברכוש קבוע של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור ההשקעות ברכוש קבוע הממוצע הענפי, הסתכם בשנה זו ב- 2.42%. מהמחקר בדבר שיעורי ההשקעות בהון חוזר הלא מזומן של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור ההשקעות בהון החוזר הלא מזומן הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 24.38%.

ממחקר בדבר ימי חייבים של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי ימי החייבים הממוצעים בענף, הסתכמו בשנה זו ב- 45.74 ימים. ממחקר בדבר ימי המלאי של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי ימי המלאי הממוצעים בענף הסתכמו בשנה זו ב- 162.95 ימים.

ממחקר בדבר ימי זכאים של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי ימי הזכאים הממוצעים בענף הסתכמו בשנה זו ב- 78.18 ימים.

1.7. ניתוח מדדי הסיכון

ממחקר בדבר ביתות שוק לא ממונפות, מתוקננות למזומן של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי ביתת השוק הלא ממונפת המתוקננות למזומן הממוצעת הענפית, נאמדה בשנה זו ב- 0.79. ממחקר בדבר ביתות שוק ממונפות עולה של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי ביתת השוק הממונפת הממוצעת הענפית נאמדה בשנה זו ב- 0.94.

ממחקר בדבר ביתות כוללות לא ממונפות של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי הביתת הכוללת הלא ממונפת הממוצעת הענפית, נאמדה בשנה זו ב-

2.99. ממחקר בדבר ביתות כוללות ממונפות עולה של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי הביתא הכוללת הממונפת הממוצעת הענפית, נאמדה בשנה זו ב- 3.52.

ממחקר בדבר יחסי המינוף הפיננסי $(D/(D+E))$ בערכי שוק של המלומד הענף לשנת 2025 עולה, כי יחס המנוף הפיננסי $(D/(D+E))$ בערכי שוק הממוצע הענפי, הסתכם בשנה זו ב- 23.83%. ממחקר בדבר שיעורי חוב פיננסי להון עצמי (Equity) (D/E) בערכי שוק בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור החוב הפיננסי לאקוויטי (D/E) בערכי שוק הממוצע הענפי, הסתכם בשנה זו ב- 31.29%.

ממחקר בדבר סטיות תקן של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי סטיית התקן הממוצעת הענפית נאמדה בשנה זו ב- 46.26%. ממחקר בדבר תשואות דיבידנד של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי תשואת הדיבידנד הממוצעת הענפית, נאמדה בשנה זו ב- 1.51%.

ממחקר בדבר שיעורי תשואה להון עצמי (ROE) של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור התשואה להון העצמי (ROE) הממוצע הענפי, נאמד בשנה זו ב- 10.42%. ממחקר בדבר מחירי הון עצמי (לאחר מס) של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מחיר ההון העצמי (לאחר מס) הממוצע הענפי, נאמד בשנה זו ב- 8.12%.

מהמחקר בדבר שיעורי ריביות בספרים של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור הריבית בספרים הממוצע הענפי, נאמד בשנה זו ב- 4.60%. מהמחקר בדבר מחירי חוב (לפני מס) של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מחיר החוב (לפני מס) הממוצע הענפי, נאמד בשנה זו ב- 5.29%.

ממחקר בדבר שיעורי תשואה לנכסים (ROIC) של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי שיעור התשואה לנכסים (ROIC) הממוצע הענפי, נאמד בשנה זו ב- 15.77%. ממחקר בדבר מחירי הון משוקללים (לאחר מס) של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מחיר ההון המשוקלל (לאחר מס) הממוצע הענפי נאמד בשנה זו ב- 7.13%.

1.8. שיטת המכפיל

מודל ה- DCF מבוסס על נסיון לחזות את העתיד. מקום שישנו קושי באומדן מרכיבי התזרים העתידי כאמור, בפרט כאשר אין נגישות להנהלת החברה, נתוניה הפנימיים ותוכניותיה לעתיד, ניתן להשתמש בשיטות מקורבות, כגון מכפילי שווי פעילות, מכפילי שווי הון עצמי, משוואות ניבוי (כגון: מדד השווי התפעולי של פולניצר ומדד שווי האקוויטי של פולניצר) וכיוצ"ב.

קביעת המכפילים המתאימים לפעילות המוערכת נעשית על בסיס נתוני שוק ההון, נתוני עיסקאות במניות חברות דומות, או אומדן עלות ההון והצמיחה העתידית של הפעילות המוערכת בנפרד (שילוב של שני הפרמטרים קובע את המכפיל הרווח על פי מודל גורדון).

1.9. ניתוח מכפילי שווי פעילות

ממחקר בדבר מכפילי ההכנסות של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Enterprise Value/Revenue הממוצע הענפי, הסתכם בשנה זו ב- 1.59. ממחקר בדבר מכפילי רווח גולמי ממחקר בדבר מכפילי ההכנסות של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Enterprise Value/Gross Profit הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 2.80.

ממחקר בדבר מכפילי רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות, מחקר ופיתוח של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Enterprise Value/EBITDAR&D הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 10.30. ממחקר בדבר מכפילי רווח תפעולי לפני פחת והפחתות של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Enterprise Value/EBITDA הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 10.30.

ממחקר בדבר מכפילי רווח תפעולי לפני מס של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Enterprise Value/EBIT הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 16.09. ממחקר בדבר מכפילי רווח תפעולי לאחר מס של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Enterprise Value/EBIT(1-t) הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 19.78.

ממחקר בדבר מכפילי פולניצר של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- DCF הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 2.89. ממחקר בדבר מכפילי רכוש קבוע של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Enterprise Value/Net PP&E הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 6.65.

ממחקר בדבר מכפילי סך הנכסים של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Enterprise Value/Total Assets הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 1.59.

1.10. ניתוח מכפילי שווי הון עצמי

ממחקר בדבר מכפילי ההכנסות של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Price/Sales הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 1.27. ממחקר בדבר מכפילי הון עצמי של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Price/Book הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 3.89.

ממחקר בדבר מכפילי אומדנת פולניצר של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל אומדנת פולניצר (E/D) הממוצע הענפי, הסתכם בשנה זו ב- 3.20. ממחקר בדבר מכפילי רווח נקי של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Current P/E (נוכחי, שוטף) הממוצע הענפי, הסתכם בשנה זו ב- 82.10.

ממחקר בדבר מכפילי רווח נקי של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Trailing P/E (רטרוספקטיבי, צופה פני עבר) הממוצע הענפי הסתכם בשנה זו ב- 37.83. ממחקר בדבר מכפילי רווח נקי של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Aggregate Mkt Cap/ Trailing Net Income (רטרוספקטיבי, צופה פני עבר) הממוצע הענפי, הסתכם בשנה זו ב- 27.09.

ממחקר בדבר מכפילי רווח נקי של המלומד בעבור הענף לשנת 2025 עולה, כי מכפיל ה- Forward P/E (פרוספקטיבי, צופה פני עתיד) הממוצע הענפי, הסתכם בשנה זו ב- 24.89.

בברכה,

 האקטואר רועי פולניצר

האקטואר רועי פולניצר מוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי, כמעריך שווי מימון וכמודליסט פיננסי וכלכלי מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל ומכהן כיו"ר הלשכה. מנהל סיכונים מוסמך על-ידי האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים, מוסמך כמדען נתונים מקצועי על-ידי האיגוד הישראלי למדעני נתונים מקצועיים. מוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים, מוסמך כאקטואר ביטוח פנסיה וחבר מלא (F.A.I.L.A.) באיגוד הישראלי לאקטוארים, בעל תואר שני (בהצטיינות) במנהל עסקים, ותואר ראשון מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות בהערכות שווי ואקטואריה, בעל הסמכת אקטואר ביטוח חיים וחבר מלא (F.I.L.A.V.F.A.) בלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל.

בשני העשורים האחרונים, האקטואר פולניצר ייעץ לחברות ציבוריות ופרטיות, לחברות ביטוח, לרשות המיסים בישראל וליחידים, חיווה את דעתו המקצועית באלפי הערכות שווי, ניתוחי סיכונים, חוות דעת כלכליות ואקטואריות בארץ ובחו"ל בעסקאות ובתחומים שונים, בהיקפים מצטברים של מיליארדי דולרים ארה"ב.

