

חוות דעת

הערכת שווי הפעילות העיסקית של החברה כחלק מבחינת ירידת ערך

בעקבות בקשתכם, אס-קיוב יעוץ כלכלי בע"מ (להלן: "מעריך השווי") הכין דוח הערכת שווי בלתי תלוי של שווי הפעילות העיסקית של פלסטליין (להלן: "פלסטליין" או "הפעילות העיסקית"), אשר פועלת במסגרת חברת פלדקס בע"מ ("פלדקס" או "החברה") חברת בת של אברות תעשיות בע"מ, חברה ציבורית הנסחרת בבורסה בתל אביב, לצורך בדיקת ירידת ערך של הפעילות נכון לתאריך 31.12.2011 (להלן: "תאריך הערכה") לצורך הכנת דוחות הכספיים ו/או הגשת דוחות לרשות לניירות ערך. מכתב זה מיועד לתת סקירה על המטרה וההיקף של הניתוח והמסקנות שלנו. אנא פנו לדו"ח המצורף לצורך דיון והצגה של הניתוח שבוצע בהתאם לבקשתכם.

1. היקף ומטרת חוות הדעת

מטרת הדו"ח היא הכנת דוח הערכת שווי בלתי תלוי של שווי הפעילות החברה לצורך בדיקת ירידת ערך של הפעילות העיסקית בחברת פלדקס לצורך הכנת דוחות כספיים בהתאם לתקן חשבונאות הבינלאומי IAS 36 ירידת ערך נכסים נכון לתאריך 31.12.2011 (להלן: "תאריך הערכה"). מטרת הדו"ח היא לסייע להנהלת החברה ("הנהלה") עם דוחות הכספיים. לפיכך, דוח הערכת שווי הנ"ל לא ישמש למטרות אחרות ולא יופץ לגוף שלישי (למעט הרשות לניירות ערך והבורסה, המשקיעים, רו"ח של החברה ודיווח שתפרסם החברה) מבלי ידיעת מעריך השווי ומבלי אישור בכתב ממעריך השווי. אנו מסכימים בזאת שהערכת שווי זו תצורף לדו"ח התקופתי של החברה לשנת 2011.

2. פרטי המומחה והצהרות

שם המומחה:	גדעון שלום בנדור
מקצוע:	שותף מנהל תחום הערכות שווי
	בעל תואר שני במנהל עסקים
מקום עיסוק:	אס-קיוב יעוץ כלכלי בע"מ.

החברה מתמחה בגיוס הון וחוב, יעוץ על מיזוגים ורכישות, יעוץ פיננסי לחברות מייסודה לשלב הצמיחה ושרותי הערכות שווי. מעריכי השווי של החברה בצעו בשנים האחרונות מאות הערכות שווי של מניות ואופציות של חברות שונות.

מועד ההתקשרות עם החברה: פברואר 2012



מקורות מידע

מקורות המידע העיקריים אשר שימשו אותנו להערכת שווי, הינם :

- נתונים כספיים של החברה ושל הפעילות של פלסטליין
- מידע שנמסר לנו על ידי הנהלת החברה
- תחזיות שנמסר לנו על ידי הנהלת החברה
- שיחות עם הנהלת החברה
- מידע ציבורי המפורסם באינטרנט

3. מסקנות

על פי הניתוח המתואר בדו"ח המצורף, נכון לתאריך 31.12.2011 לפי הערכתנו לא קיימת בחברה ירידת ערך נכסי כפי שמתואר בפרק 5 של דו"ח זה.

אין לנו זיקה לחברה ואין לנו זכות נוכחית או צפויה בחברה או בנכסיה. התוצאות של ניתוחינו לא הושפעו, בכל דרך שהיא, מהשכר ששולם עבור שירותינו. הוראות ותנאים עסקיים נוספים אשר לפיהם בוצעה המשימה שלנו, כלולים כצרופה המהווה חלק מדו"ח זה על דרך ההפניה.

בכבוד רב,
אס-קיוב יעוץ כלכלי בע"מ

שם : גדעון שלום בנדור, M.B.A
שותף מנהל

שם : אביטל וינרב-צוהר, M.B.A, A.V.A
מנהלת תחום הערכות שווי



תוכן עניינים

4.....	תיאור הפעילות.....	1.
6.....	בחינה של ירידת ערך (IMPAIRMENT) - מתודולוגיה.....	.2
9.....	נתונים כספיים וניתוחם.....	.3
10.....	ניתוח לפי שיטת תזרים המזומנים המהוון.....	4.
14.....	מסקנה: בדיקת ירידת ערך.....	
15.....	נספח א': הצגה של תזרים המזומנים המהוון לפני מס (באלפי ש"ח).....	
16.....	נספח ב': הצגה של תזרים המזומנים המהוון לאחר מס (באלפי ש"ח).....	
17.....	נספח ג': כישורי מעריך השווי.....	

1. תיאור הפעילות

1.1. פלני

בתחילת שנת 2008 רכשה פלדקס את פעילות חברת פלסטליין בע"מ (להלן: "פלסטליין"). פלסטליין מהווה חטיבת הנדסה פלסטית במסגרת פלדקס והיא מבצעת עבודות פלסטיק שונות ובהן ייצור רכיבים הנדסיים מפלסטיק, מיכלים מפלסטיק וכן מספקת פתרונות הנדסיים יחודיים על בסיס פלסטיק למפעלים תעשייתיים שונים. במהלך שנת 2012 ובהמשך להחלטה שהתקבלה בשנת 2011 ולתוכנית ההתייעלות הועברה פעילות חטיבת פלסטליין לשטחי החברה בבארות יצחק.

פלסטליין בעלת וותק של כ- 37 שנים בביצוע עבודות בתחומי הפלסטיקה השונים למפעלי תעשייה, חקלאות, לתעשיות הכימיות, תעשיית המזון, מתקני התפלה, תשתיות ביוגז, קווי ציפויים, מחקר ולמטרות אחרות. כישוריה בולטים בתכנון, ייצור והקמת פרויקטים ומתקנים ייחודיים בשיטת TURN-KEY. בפלסטליין מועסקים כיום כ- 12 עובדים בעלי וותק, ניסיון והסמכה בתחומי הפלסטיק לסוגיה.

1.2. מוצרי החברה ושוק הלקוחות

פלסטליין עוסקת בהקמה, פיתוח ואחזקה של ציוד, מתקנים וצנרת פלסטיק ופיברגלס בתחומי התעשייה הכימית, איכות הסביבה ומתקני התפלה. ניתן לחלק את פעילות פלסטליין לשלושה תחומים עיקריים:

■ **תחום הצנרת** - ייצור קווי צנרת חדשים ואחזקה של קווי צנרת קיימים.

■ **תחום איכות הסביבה** - בשנים האחרונות קיימת מגמה מתמשכת של החמרה משמעותית בחקיקה ואכיפה בתחום איכות הסביבה ביחס למפעלים כימיים ומפעלים אחרים שבתהליך הייצור שלהם ישנם מרכיבים מזהמים. פיקוח המשרד לאיכות הסביבה והחוק אשר מאפשר הטלת סנקציות אישיות כנגד מנהלי החברה, מביא להקפדה גדלה והולכת של החברות בתחום זה ולהגדלת השקעותיהן בהתאמה. השוק הרלוונטי בתחום איכות הסביבה לפעילות פלסטליין בישראל פועל בארבעה נושאים עיקריים:

■ זיהום אוויר - ייצור, הקמה ואחזקה של ציוד לצמצום פליטת מזהמים לאוויר: מפוחים, תעלות אוורור, ראשי יניקה וסקרברים (מגדלי שטיפה) לנטרול גזים חומצות ואדים מסוכנים.

■ מאצרות - ייצור והתקנת מתקנים מיוחדים לחביות או מיכלים בהם מאוחסנים חומרים מסוכנים, לפי תקן של המשרד לאיכות הסביבה.

■ מערכות הולכה - ייצור, התקנה ואחזקה של מערכות הולכה לטיפול בשפכים כימיים.

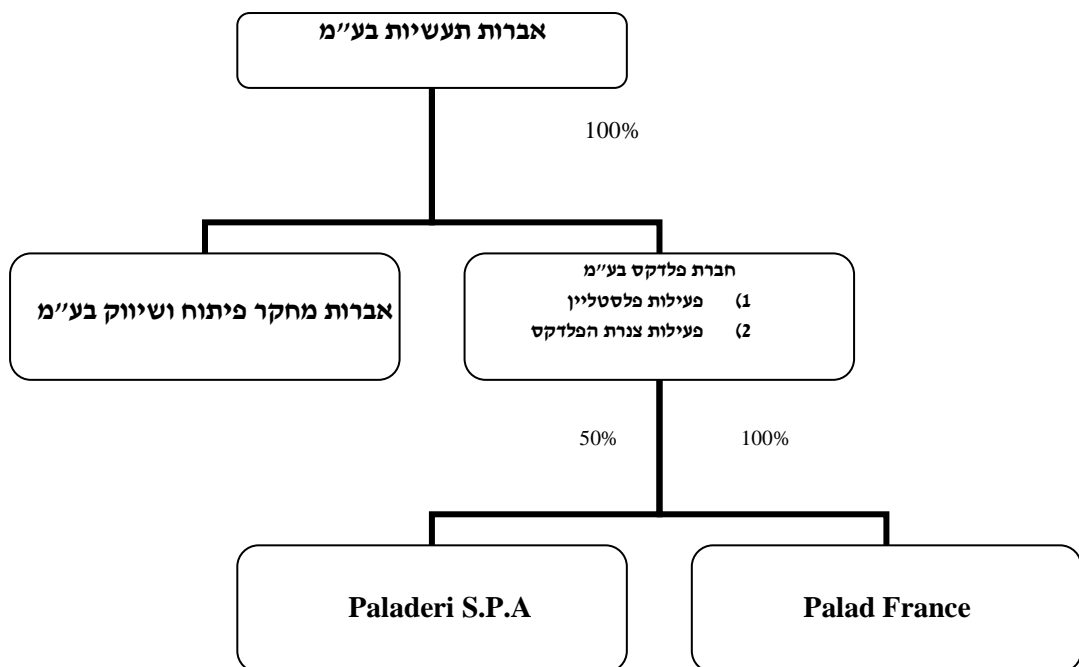
- תחום התפלת מים** - שוק התפלת המים נמצא בצמיחה בשנים האחרונות, הן בארץ והן בעולם. קצב הצמיחה השנתי בתחום התפלת המים בעולם מוערך בכ- 7% לשנה וצפוי לעלות עד ל- 10% ויותר בשנים הבאות.

לעתים קיימת פעילות בה פלדקס מקימה קווים אשר רלוונטיים לשניים או יותר מהתחומים הללו.

1.3. יישום תכנית התייעלות בפלסטליין

בחודש דצמבר 2011 התקבלה החלטה בחברה על פינוי מתחם קריית ביאליק והעברת המפעל לשטח המפעל בבארות יצחק. התוכנית כללה בין השאר התמקדות רק בפעילויות מרוויחות צמצום פעילויות נפת, תמיכה ניהולית וייצורית הן מבחינת מתקנים והן מבחינה לוגיסטית מחברת אברות, צמצום מהותי של כוח האדם ל-12 עובדים בלבד, צמצום של מטות הפעילות לרבות שכר הדירה וההוצאות הנלוות ששולמו.

להלן מצורף עץ חברות בו מצוינים שיעורי ההחזקה:



2. בחינה של ירידת ערך (Impairment) - מתודולוגיה¹

2.1. מתודולוגיה - כללי

תקן חשבונאות בינלאומי 36 (IAS 36) (להלן: "התקן") מבקש להבטיח כי נכסיה של ישות לא יוצגו בסכום העולה על הסכום בר ההשבה שלהם. נכס מוצג בסכום הגבוה מסכום בר השבה שלו כאשר ערכו של הנכס בספרים עולה על הסכום שיתקבל מהשימוש בנכס או ממכירתו. במקרה כזה, חלה ירידה בערך הנכס והתקן דורש מהישות להכיר בהפסד מירידת ערך.

תקן חשבונאות בינלאומי 36 חל על כל הנכסים (למעט חריגים המנויים בתקן עצמו) לרבות, מוניטין שנרכש בצירוף עסקים. מוניטין שנרכש בצירוף עסקים מייצג תשלום שביצע הרכוש מתוך ציפיות להטבות כלכליות עתידיות מנכסים שלא ניתן לזהותם בנפרד ולהכיר בהם בנפרד. מוניטין אינו מפיך תזרימי מזומנים באופן בלתי תלוי בנכסים אחרים או בקבוצות נכסים אחרות, ולעיתים קרובות תורם לתזרימי המזומנים של מספר יחידות מניבות-מזומנים. בחינת המוניטין תבוצע אחת לשנה, עבור היחידה מניבת המזומנים אליה הוקצה המוניטין.

יחידה מניבה-מזומנים (Cash-generating unit) היא קבוצת הנכסים המזוהה הקטנה ביותר, המפיקה תזרימי מזומנים חיוביים, שהם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים או מקבוצות נכסים אחרות.

2.2. קביעת ירידת ערך של נכסים ברי פחת

תקן חשבונאות בינלאומי 36 מגדיר מספר שלבים לזיהוי, הכרה ומדידה של ירידת ערך של נכס. מעבר בין השלבים נדרש רק בהתקיים השלב שלפניו.

שלב א' - זיהוי נכס שתיתכן ירידה בערכו

יש לבחון האם קיימים סימנים המצביעים על ירידת ערך. בהתקיים אחד מן הסימנים יש להמשיך בתהליך בחינת ירידת הערך. בחינת הסימנים תעשה בכל תאריך מאזן. התקן מפרט רשימה של דוגמאות לסימנים לירידת ערך:

מקורות מידע חיצוניים

1. במהלך התקופה חלה ירידה משמעותית בערך השוק של הנכס מעבר לחזוי כתוצאה מחלוף הזמן או משימוש רגיל.

¹ מבוסס על "תקני הדיווח הכספי הבינלאומיים מתורגמים לעברית" של לשכת רואי חשבון בישראל, המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית, 2007.



2. שינויים משמעותיים בעלי השפעה שלילית על הישות חלו במהלך התקופה או שיחולו בעתיד הקרוב, בסביבה הטכנולוגית, השיווקית, הכלכלית או המשפטית, שבה פועלת הישות, או בשוק אליו מיועד הנכס.
3. חלה עלייה בשיעורי התשואה בשוק, וסביר שעלויות אלה ישפיעו על שיעור הנכיון המשמש בחישוב שווי הנכס, ויקטינו באופן מהותי את הסכום בר ההשבה של הנכס.
4. הערך בספרים של הנכסים נטו של הישות גבוה משווי השוק של הישות (Market capitalization).

מקורות מידע פנימיים

1. קיימות ראיות זמינות להתיישנות או לנזק פיזי של הנכס.
2. שינויים משמעותיים בעלי השפעה שלילית על הישות חלו במהלך התקופה או חזויים לחול בעתיד הקרוב, בהיקף או באופן שבו נעשה שימוש בנכס או חזוי שיעשה בו שימוש.
3. קיימות ראיות המצביעות על כך שהביצועים הכלכליים של הנכס הם, או יהיו, גרועים מאלה שנחזו.

היה ונמצאו סימנים לירידת ערך יש לבחון באם אכן התרחשה ירידת ערך לאור הסימנים לעיל ואחרים. לצורך כך יש למדוד את הסכום בר ההשבה. **היה ויימצא כי הסכום בר ההשבה של הנכס נמוך מן הערך בספרים, יש להפחית את הנכס בהתאם.**

לגבי נכס בלתי מוחשי שלו אורך חיים שימושיים בלתי מוגדר או נכס בלתי מוחשי שאינו זמין עדיין לשימוש וכן לגבי מוניטין שנרכש בצירוף נכסים, קובע התקן כי יש לבצע אחת לשנה בדיקה בדבר ירידת ערך וזאת ללא קשר לקיומם או אי קיומם של סימנים לירידת ערך.

שלב ב' - אמידת סכום בר השבה

סכום בר-השבה (Recoverable amount) של נכס או יחידה מניבה-מזומנים הוא הגבוה מבין השווי ההוגן שלו בניכוי עלויות למכירה לבין שווי השימוש בו. סכום בר השבה ייקבע לגבי נכס בודד או לגבי היחידה המניבה-מזומנים אליה שייך הנכס.

שווי הוגן בניכוי עלויות למכירה (Fair value less costs to sell) הוא הסכום שניתן לקבל ממכירת נכס או יחידה מניבה-מזומנים בעסקה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת, בניכוי עלויות שימוש.

שווי שימוש (Value in use) הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים, החזויים לנבוע מנכס או מיחידה מניבה-מזומנים.



שלב ג' - הכרה ומדידה של הפסד מירידת הערך

כאמור, סכום בר ההשבה הינו הגבוה מבין שווי ההוגן של הנכס ו/או שווי השימוש של הנכס. יש להפחית את ערך הנכס בספרים לסכום בר ההשבה שלו אם ורק אם הסכום בר ההשבה של הנכס נמוך מערכו בספרים. הפחתה זו מהווה הפסד מירידת ערך.

2.3. קביעת ירידת ערך של נכסים

ללא קשר עם קיום סימן לירידת ערך, אחת לשנה יש לבצע בדיקה לירידת ערך לנכסים הבאים:

☐ ירידת ערך של נכס בלתי מוחשי שלו אורך חיים שימושיים בלתי מוגדר.

☐ ירידת ערך של נכס בלתי מוחשי שאינו זמין עדיין לשימוש.

☐ מוניטין שנרכש בצירוף עסקים.



3. נתונים כספיים וניתוחם

לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2011, לעומת השנה המקבילה אשתקד: מכירותיה של הפעילות העסקית ירדו בשיעור של 36%, מרמה של 9.37 מיליוני ₪ בסוף שנת 2010 לרמה של 6.036 מיליוני ₪ בסוף שנת 2011. סך ההוצאות התפעוליות עלו בשיעור של 5%, מרמה של 1.95 מיליוני ₪ בסוף שנת 2010 לרמה של 2.05 מיליוני ₪ בסוף שנת 2011. בסוף שנת 2011 היה לחברה הפסד תפעולי של 2.15 מיליוני ₪ לעומת זאת בסוף שנת 2010 היה לחברה רווח תפעולי של 248 אלפי ₪.

להלן נתונים מתוך הדו"חות הכספיים (לא מבוקרים) של החברה (באלפי ₪):

	2008 <i>Actual</i>	2009 <i>Actual</i>	2010 <i>Actual</i>	2011 <i>Unaudited</i>
Revenue	11,298	11,636	9,372	6,036
<i>% Growth</i>		3%	-19%	-36%
Cost of Sales	9,079	8,196	7,178	6,266
Gross Profit	2,219	3,440	2,194	(230)
<i>% Gross profit</i>	20%	30%	23%	-4%
Operating Expenses:				
Sales and Marketing	331	488	576	526
General and Administrative	898	1,126	1,370	1,374
Other Expenses ²	-	-	-	734
Total Operating Expenses	1,229	1,614	1,946	2,634
Operating Profit (Loss)	990	1,826	248	(2,864)
<i>% Operating profit</i>	9%	16%	3%	-47%

² עלויות מעבר לשם מימוש תוכנית התייעלות.

4. ניתוח לפי שיטת תזרים המזומנים המהוון

לצורך הערכת השווי בחרנו לחשב את שווי השימוש של הפעילות, על מנת חשב את שווי הפעילות הנהלת החברה מסרה לנו תחזיות לגבי הכנסות והוצאות הפעילות העסקית בעתיד. התחזיות כללו נתונים בדבר ההכנסות, וכן העלויות השונות הנגרמות בשל ייצור ההכנסה, כגון: עלות המכר, הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות, ופיתוח וזאת לתקופה של חמש שנים. לבסוף, חישבנו את ערך השארית בהסתמך על צמיחה לטווח ארוך, ריבית אפקטיבית להיוון ותחזית המזומנים לשנה מייצגת.

עפ"י שיחות שקיימנו עם ההנהלה: הפעילות מתבססת על מספר אנשי מקצוע איכותיים כאשר מעת לעת ולפי הצורך לוקחים לעצמם עוזרים (עובדים זוטרים) ככל שידרש בעתיד ולפי קצב הצמיחה וההתפתחות יילקחו עובדים כאלה בעלויות לא מהותיות או לחילופין יהיה ניתן להשתמש בקבלני משנה (האלטרנטיבה תישקל לגופו של עניין), תוכנית ההתייעלות נגעה בעיקר בכל מה שקשור למרכיבי הוצאות קבועות בחברה אם זה בשכר דירה הוצאות שכר קבועות (אדמיניסטרציה וכדומה). עיקרי ההנחות והחישובים במודל היוון תזרים המזומנים מוצגים להלן:

הכנסות

הכנסות הפעילות העסקית לשנים 2012 ועד 2014 נערכו עפ"י תחזיות ההנהלה, מצגות שהתקבלו ושיחות עם ההנהלה. לאחר מכן הנחנו ירידה הדרגתית בשיעור הצמיחה. ולכן, בהתבסס על מצגות ההנהלה ושיחות ההכנסות שנתיות צפויות להתייצב בטווח הארוך. ההכנסה צפויה לעלות מ- 6 מיליון ש"ח ב- 2012 ולהגיע לרמה של 10.6 מיליון ש"ח בשנת 2016. נכון להכנת מסמך זה היה לפעילות צבר הזמנות בגובה 4 מיליון ש"ח.

עלות המכר ורווח גולמי

עלות המכר לשנת 2012 ועד 2016 מתבססות על רווח גולמי משוער שנע סביב 14.5-18% בהתחשב בעלויות ייצור. הסיבה לכך שבשנת 2012 הרווחיות הייתה יחסית נמוכה היא בעיקר בשל עלויות העברת המפעל שהיו ברבעון הראשון, בשנת 2011 כללה החברה הפרשות התומכות בתכנית ההתייעלות המתוארת בסעיף 1.3. שיעור הרווח הגולמי ארוך הטווח הוא לכל הפחות 18%, שזוהי הנחה שמרנית לחברה פרויקטלית. עלות המכר כוללת בתוכה את הוצאות הפחת של הפעילות.

עלויות תיפעול

עלויות אלה כוללות בעיקר הוצאות הנהלה וכלליות. בשנת 2012 צפויה ירידה בהוצאות התפעוליות לעומת שנת 2011 הנובעת מצעדי התייעלות אותן נוקטת החברה, החיסכון כולל שכר מנהלים ואדמיניסטרציה, שכר דירה וארנונה, בסך כולל של יותר ממיליון ש"ח. לאחר שנת 2012 צפויה עליה בשיעור מתון בגובה הוצאות ההנהלה והכלליות.

מיסים על ההכנסה

לפי תחזיות ההנהלה ההפסד לצרכי מס ב-31.12.2011 עומד על כ- 60 מיליון ₪ לחברת פלדקס, מכיוון שלצורך חישוב ירידת ערך לא לוקחים בחשבון את ההפסד הצבור, הנחנו שהחברה תשלם מס בעבור הפעילות העסקית בשיעור של 25%.

פריטי תזרים המזומנים

ליום הערכת השווי, לפי הערכת הנהלת החברה השקעות הפעילות ברכוש קבוע בין השנים 2012-2016 יהיו בטווח של 140-152 אלפי ₪. הוצאות הפחת ישתוו להשקעה ברכוש הקבוע בשנה המייצגת. כמו כן נלקחה בחשבון הטבת מס הנובעת מהוצאות הפחת. מבחינת הון חוזר בפעילות, נעשתה התאמה לשקף את רמת המזומנים הנחוצה בחברה לצורך הפעילות השוטפת.

✓ תנאי לקוחות- ממוצע ימי הלקוחות נכון לתאריך ההערכה עמד על 90 יום.

✓ תנאי התשלום לספקים – ממוצע ימי הספקים נכון לתאריך ההערכה עמד על 90 יום.

✓ מחזור מלאי- על פי הערכת החברה ממוצע של מחזור ימי המלאי יעמוד על 90 יום.

בשנת 2012 ישנו עודף גבוה בהון החוזר כאשר רוב העודף נובע מאירועים חד פעמיים שקרו בשנת 2011 בה היה כשל ניהולי גדול שהתבטא במחדלי גביה, רכש וניהול מלאי.

שיעור ההיוון (WACC)

מאחר ולצורך הערכת השווי השתמשנו בתחזית ההנהלה לגבי תזרימי המזומנים החזויים, יש צורך בהיוון התזרימים וערך השארית ליום 31 בדצמבר 2011.

נוסחת החישוב של שיעור ההיוון המשוקלל (WACC) הינה כדלקמן:

$$WACC = \frac{D}{V} \times kd \times (1 - Tc) + \frac{E}{V} \times ke$$

כאשר:

D/V - שיעור המינוף החברה.

(kd) - עלות החוב בחברה.

(Tc) - שיעור המס.

E/V - שיעור ההון העצמי בחברה.

(ke) עלות ההון העצמי הינה התשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות בחברה. על מנת להעריך את עלות ההון העצמי בחברה השתמשנו במודל ה-CAPM. המודל הוא כדלקמן:

עלות ההון העצמי הינה התשואה הנדרשת על ידי בעלי המניות בחברה. על מנת להעריך את עלות ההון העצמי בחברה השתמשנו במודל ה-CAPM. המודל הוא כדלקמן:



$$ke = rf + \beta(rm) + sp$$

כאשר:

(rf) – ריבית חסרת הסיכון. נלקח שיעור ריבית חסרת סיכון של 2.4% המבוסס על נתוני תשואה על אג"ח ממשלתית צמודה של ממשלת ישראל לתקופה של 14 שנים.

(rm) – פרמיית הסיכון של השוק. מוגדר בתור התשואה הנוספת הנדרשת ע"י המשקיע מעל שיעור הריבית חסרת הסיכון. פרמיית הסיכון הממוצעת של השוק נקבעה בהתאם לתשואה הריאלית הממוצעת בישראל בשנים האחרונות³ 7.28%.

(β) – הביטא הממונפת של הפעילות העסקית של החברה מבטאת את מידת השפעת סיכון השוק על הסיכון הסיסטמטי של חברה הספיציפית. חישבנו את הביטא של החברה על ידי שימוש בנתוני הביטא הממוצעת של חברות דומות בענף. בהתאם לכך הביטא של החברה נאמדה ב-1.52⁴.

(sp) – פרמיית הסיכון לגודל החברה הינה 6.1%⁵.

כמו כן, מכיוון שהחברה ממונפת לקחנו את שיעור המינוף הממוצע של הענף של 48.5%⁶ והתחשבנו בריבית החוב של הפעילות העסקית העומדת נכון לתאריך ההערכה על כ-7.75%.

עקב כך, שיעור ההיוון המשוקלל (WACC) של הפעילות לאחר מס נקבע על 12.90% (מעוגל).

תזרימי המזומנים הנובעים מההנחות הנ"ל מהוונים בשיעור של 12.9%. על פי IAS 36, כאשר מודדים את הסכום בר ההשבה, לא כוללים הוצאות מס. על כן, מדדנו תזרים ללא מס. לפי החישובים שלנו, שיעור ההיוון לפני מס הינו 16.47%.

ערך השארית

ערך השארית מייצג את ערך הפעילות החל מסוף תקופת הרווחים הנובעים משנות התחזית שנלקחו בחשבון במסגרת תזרים המזומנים המהוון, כאשר בשלב זה הכנסות הפעילות צפויות להתייצב. המכפיל לפי מודל גורדון הוא 7.43 חישוב זה מבוסס על שיעור היוון של 16.47% פחות שיעור צמיחה של 3%. שיעור צמיחה של 3% נקבע על בסיס ציפיות החברה.

הערכת שווי הפעילות העסקית של החברה

לאור המידע שהתקבל, הצהרות החברה, הבדיקות והחישובים לעיל, הערך המחושב של הפעילות העסקית הוא 6.77 מיליון ש"ח.

³ Damodaran Online

⁴ Damodaran Online

⁵ Size premium for micro-cap stocks, Risk Premia over Time Report. 2012 Ibbotson Associates, Inc

⁶ Damodaran Online



ניתוח רגישות:

הטבלה הבאה מציגה את ניתוח הרגישות של שווי הפעילות בהתאם לשינויים בשיעור ההיוון ובשיעור הצמיחה (המספרים מוצגים באלפי שקלים):

שיעור צמיחה						
4%	3.5%	3%	2.5%	2%		שיעור היוון
7,543	7,414	7,296	7,186	7,085	15.5%	
7,231	7,118	7,014	6,917	6,828	16%	
6,963	6,863	6,770	6,684	6,604	16.5%	
6,682	6,594	6,512	6,436	6,365	17%	
6,438	6,361	6,288	6,221	6,157	17.5%	

מסקנה: בדיקת ירידת ערך

כדי לבחון ירידת ערך יש להשוות את שווי בר ההשבה לערכו בספרים. בעבודת ה-PPA המקורית שבוצע עם רכישת הפעילות בידי פלדקס, מעריך השווי זיהה נכס בלתי מוחשי, קשרי לקוחות. בעבודתנו לא הפרדנו בין שווי הפעילות לקשרי לקוחות מכיוון שכיום לא ניתן להפריד את קשרי הלקוחות מהישות ולמכור את קשרי הלקוחות בנפרד. בנוסף, מאחר ואין בסיס השוואתי והחברה לא יכולה לספק נתונים מהימנים לגבי חיובים תורמים לקשרי הלקוחות.

31/12/2011 באלפי ₪	
2,424	הון חוזר
720	רכוש קבוע
702	קשרי לקוחות
<u>1,855</u>	מוניטין
5,701	סה"כ שווי נכסים בספרים
6,770	סכום בר השבה- שווי השימוש
-	ירידת ערך

בהתבסס על תוצאות בדיקת ירידת ערך, שבוצע על פי הדרישות שנקבעו על ידי IAS 36, שווי השימוש גבוה מסה"כ השווי בספרים. לכן, אנו סבורים כי נכון לתאריך ההערכה אין להכיר בירידת ערך.

הערכת שווי קודמת שבוצעה ביום 30 ביוני 2010 ע"י מר אליהו אל על, רו"ח. סך שווי פעילות פלסטליין הוערכה ב 8.3 מיליון ₪.



נספח א': הצגה של תזרים המזומנים המהוון לפני מס (באלפי ש"ח)

<i>NIS in Thousands</i>	2012	2013	2014	2015	2016	Representative year
Revenue	6,003	7,000	8,400	9,660	10,626	10,945
<i>Yearly Growth %</i>		16.6%	20.0%	15.0%	10.0%	3%
Cost of Sales	5,133	5,740	6,888	7,921	8,713	8,975
Gross Profit	870	1,260	1,512	1,739	1,913	1,970
<i>Gross Profit %</i>	14.5%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
G&A	634	665	699	727	748	763
Operating Income	236	595	813	1,012	1,164	1,207
<i>Operating Income %</i>	3.9%	8.5%	9.7%	10.5%	11.0%	11.0%
Depreciation	206	215	230	99	129	
CAPEX	(140)	(143)	(146)	(149)	(152)	
Working Capital	944	(246)	(345)	(289)	(212)	(126)
Free Cash Flow	1,246	421	552	674	929	1,080
Present Value Factor	0.93	0.80	0.68	0.59	0.50	
Present value of after-tax cash flows	1,155	335	377	395	468	
Sum of discounted cash flows		2,730				
Terminal Value		4,040				
Value in Use		6,770				



נספח ב: הצגה של תזרים המזומנים המהוון לאחר מס (באלפי ש"ח)

<i>NIS in Thousands</i>	2012	2013	2014	2015	2016	Representative year
Revenue	6,003	7,000	8,400	9,660	10,626	10,945
<i>Yearly Growth %</i>		<i>16.6%</i>	<i>20.0%</i>	<i>15.0%</i>	<i>10.0%</i>	<i>3%</i>
Cost of Sales	5,133	5,740	6,888	7,921	8,713	8,975
Gross Profit	870	1,260	1,512	1,739	1,913	1,970
<i>Gross Profit %</i>	<i>14.5%</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.0%</i>	<i>18.0%</i>
G&A	634	665	699	727	748	763
Operating Income	236	595	813	1,012	1,164	1,207
<i>Operating Income %</i>	<i>3.9%</i>	<i>8.5%</i>	<i>9.7%</i>	<i>10.5%</i>	<i>11.0%</i>	<i>11.0%</i>
Tax	59	149	203	253	291	300
Net Income	177	446	610	759	873	899
Depreciation	206	215	230	99	129	
CAPEX	(140)	(143)	(146)	(149)	(152)	
Working Capital	944	(246)	(345)	(289)	(212)	(126)
Free Cash Flow	1,187	273	349	421	638	773
Present Value Factor	0.94	0.83	0.74	0.65	0.58	
Present value of after-tax cash flows	1,117	227	258	275	370	
Sum of discounted cash flows		2,247				
Terminal Value		4,523				
Value in Use		6,770				



נספח ג: כישורי מעריך השווי

גדעון שלום בנדור, MBA

גדעון משמש כמומחה הערכת שווי מוביל מאז 2005, וביצע ופיקח על למעלה מ-200 הערכות שווי. לגדעון למעלה מ-20 שנות ניסיון בניהול ובמס"פ, בייחוד בחברות היי-טק וביו-טק. לפני ייסוד משותף של S-Cube, גדעון היה שותף בבית ההשקעות DB, בו יזם והוביל את מחלקת השירות המקצועי (מתן מגוון של הערכות שווי וניתוחים לגבי אופציות מניות ואג"ח עבור חברות ציבוריות ופרטיות).

הקריירה שלו כוללת ייסוד במשותף וכהונה כמנכ"ל של חברות רבות, לרבות: I-labs, חברה למתן שירותים מקצועיים, I-impact, פיתוח תוכנה ופתרונות אנליטיים לשם הגברת האפקטיביות של שימור לקוחות ותוכניות מכירה ורכישה רוחביות. CytoView, ייצרה כלים לשם ניתוח מורכב של הדמיה מולקולארית עבור מחקר וגילוי תרופות.

גדעון שימש במשך כ-12 שנים במגוון תפקידי ניהול באפל מחשבים, במשרדים הראשיים של החברה בקליפורניה ובישראל. לגדעון תואר BA במדעי המחשב וכלכלה מאוניברסיטת בר-אילן בישראל, ו-MBA מאוניברסיטת San Jose, במסגרת התכנית היוקרתית של אפל לתואר שני בניהול. גדעון חבר באיגוד הלאומי למנתחי הערכות שווי מוסמכים (NACVA).

גדעון שלום בנדור

S-Cube Financial Consulting Ltd.

משרד: +972-3-5614929 (שלוחה 302)

פקס: +972-3-5422745

נייד: +972-52-8080034

דוא"ל: gidi@s-cube.co.il



אביטל וינרב-צוהר, MBA, AVA

אביטל מעורבת באופן פעיל בהערכת שווי מזה למעלה מחמש שנים, ומשרתת לקוחות החל מעסקים קטנים ועד לחברות רב-לאומיות. היא השתתפה במגוון רחב של הערכות שווי עבור תכנון מס, דיווח כספי, תכנון אסטרטגי ורה-ארגון ופשיטת רגל.

לאביטל ניסיון נרחב במתן שירות ללקוחות בענפים רבים, לרבות שירותים פיננסיים, מכשור רפואי, ייצור, נדל"ן, קמעונאות, טכנולוגיה ותקשורת. ניסיונה כולל את כל ההיבטים של הערכת שווי, לרבות חברות עסקיות ונכסים בלתי מוחשיים, וכן מכשירי חוב ונגזרים.

לפני הצטרפותה ל-S-Cube Financial Consulting Ltd., אביטל שימשה כמומחית להערכת שווי בבית ההשקעות DB, והתמחתה בשירותי הערכת שווי.

אביטל הינה בעלת BA בכלכלה ובמינהל עסקים (דו-חוגי) מאוניברסיטת בר-אילן, וכן MBA, התמחות במימון, מאוניברסיטת בר-אילן. אביטל הינה חברה באיגוד הלאומי למנתחי הערכות שווי מוסמכים (NACVA) ובעלת מינוי כמנתחת הערכות שווי מוסמכת (AVA).

אביטל וינרב-צוהר

S-Cube Financial Consulting Ltd.

משרד : +972-3-5614929 (שלוחה 303)

פקס : +972-3-5422745

נייד : +972-52-3333725

דוא"ל : avital@s-cube.co.il