

דנאל (אדיר יהושע) בע"מ

בדיקת ירידת ערך נכסי קבוצת בית אקשטיין בע"מ ליום 31 בדצמבר 2014 בהתאם
לתקן חשבונאות בינלאומי IAS36

מרץ 2015



תוכן העניינים

3	1. כללי	.1
3	מטרת חוות הדעת	.1.1
3	יחידה מניבת מזומנים	.1.2
3	מקורות המידע	.1.3
4	תמצית חוות הדעת	.1.4
5	2. הגבלת אחריות	.2
6	3. מבנה הפעילות והסביבה העסקית	.3
6	אודות קבוצת אקשטיין ודנאל	.3.1
7	מבנה תחום הפעילות	.3.2
8	שינויים ומגמות בענף	.3.3
9	שינויים ומגמות בפעילות החברה	.3.4
10	מגבלות, חקיקה, תקינה ואילוצים מיוחדים החלים בתחום הפעילות	.3.5
11	סיכונים וחשיפות של החברה	.3.6
12	4. תמצית נתונים פיננסיים	.4
12	רווח והפסד	.4.1
13	מאזן	.4.2
14	5. מתודולוגיה	.5
14	תמצית הוראות תקן IAS 36 לעניין בדיקת ירידת ערך מוניטין	.5.1
14	שלבי העבודה בבדיקת ירידת ערך מוניטין	.5.2
14	יחידה מניבת המזומנים	.5.3
15	הקצאת מוניטין ליחידות מניבות מזומנים	.5.4
15	שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה ושווי שימוש	.5.5
15	נכסים והתחייבויות של היחידה בהם יש להתחשב בעת השוואה לסכום בר השבה	.5.6
16	6. הערכת השווי	.6
16	כללי	.6.1
16	הנחות עיקריות לצורך בניית תחזית תזרימי המזומנים של פעילות קבוצת אקשטיין	.6.2
17	מסקנות	.6.3
18	ניתוחי רגישות	.6.4

1. כללי

1.1. מטרת חוות הדעת

לבקשת הנהלת דנאל (אדיר יהושע) בע"מ (להלן: "דנאל" או "החברה"), מחודש ינואר 2015 (באמצעות מר אלון חכם, סמנכ"ל כספים ומשנה למנכ"ל), הערכנו את שווי השימוש של הפעילות המאוחדת של החברות כפר לי בע"מ (להלן: "כפר לי"), חברת בית אקשטיין שירותי חינוך בע"מ (להלן: "שירותי חינוך") וחברת בית אקשטיין קהילה מוגנת בע"מ (להלן: "קהילה מוגנת"), הפועלות יחדיו בתחום מתן שירותים לאנשים עם צרכים מיוחדים תחת השם "בית אקשטיין" (להלן: "קבוצת אקשטיין" או "בית אקשטיין") נכון ליום 31 בדצמבר 2014 (להלן: "מועד הערכת השווי"), לשם בחינת ירידת ערך הנכסים בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי מספר 36 (להלן: "IAS 36" ו/או "התקן").

1.2. יחידה מניבת מזומנים

תהליך זיהוי היחידה המניבה מזומנים אליה שייך הנכס כרוך בהפעלת שיקול דעת רב הכולל מבחנים ופרמטרים אותם התקן מבקש לבחון בעת זיהוי היחידה אליה שייך הנכס. היחידה המניבה מזומנים הוגדרה ע"י החברה כפעילות בית אקשטיין (לעיל ולהלן: "היחידה המניבה מזומנים"). זיהויה של היחידה המניבה מזומנים והרכבה הינם באחריות החברה ואנו מסתמכים על נתונים אלה כפי שסופקו לידינו על ידי הנהלת החברה. כמו כן באחריותה של החברה להקצות את ההפסד מירידת הערך (אם בכלל), לצורך הקטנת הערך בספרים של נכסי היחידה.

1.3. מקורות המידע

בביצוע חוות הדעת הסתמכנו, בין היתר, על הנתונים הבאים:

נתונים הזמינים לציבור הרחב

- דוחות כספיים מבוקרים וסקורים של דנאל 2012-2013 וליום 30 בספטמבר 2014 בהתאמה.
- מידע משלים שנאסף על ידינו ממקורות גלויים, כגון אתרי אינטרנט וכתבות בעיתונים.

נתונים אשר התקבלו מהנהלת החברה או הנהלת דנאל

- תקציב פעילות קבוצת אקשטיין לרבעון האחרון לשנת 2014 ולשנת 2015.
- דוחות כספיים שנתיים (מבוקרים) לשנים 2009 - 2013 של כפר לי, שירותי חינוך ושל קהילה מוגנת.
- עבודות כלכליות קודמות שנעשו לחברה על ידינו.
- הערכות ואומדנים מהותיים שנמסרו ע"י הנהלת החברה.
- שיחות עם הנהלת החברה.

1.4. תמצית חוות הדעת

בהתאם להנחות ולאומדנים כמפורטים להלן בעבודה זו, שווי פעילות קבוצת אקשטיין, המהווה להערכתנו אומדן נאות לסכום בר ההשבה של היחידה מניבת המזומנים, נכון ליום 31 בדצמבר 2014, מוערך על ידנו בכ- 110,150 אלפי ש"ח.

מאחר וערכם הפנקסני של הנכסים התפעוליים נטו של קבוצת אקשטיין (המהווה יחידה מניבת מזומנים) ליום 31 בדצמבר 2014, מסתכם בכ- 87,487 אלפי ש"ח, ומאחר וסכום זה אינו עולה על סכום בר ההשבה של קבוצת אקשטיין, **אנו סבורים כי לא נפגם ערכם של נכסים אלו, לרבות מוניטין.**

2. הגבלת אחריות

עבודה זו מהווה המלצה לבחינת ירידת ערך מוניטין ו/או נכסים, בהתאם להוראות IAS 36. אין לעשות בעבודה זו כל שימוש אחר, לרבות לצטטה בתשקיף ו/או בכל מסמך אחר, ללא קבלת אישור בכתב ומראש מהמערך - פאהן קנה יועצים בע"מ. עם זאת, אנו מסכימים כי עבודה זו תצורף לדוחות הכספיים של דנאל לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר 2014.

עבודה זו מתבססת, בין היתר, על נתונים שנתקבלו מהנהלת החברה. האחריות לגבי אמינות המידע, הנתונים, המצגים וההסברים השונים שנמסרו לנו, בקשר עם ביצוע עבודתנו זו, הינה על ספקי מידע זה, ואין אנו יכולים לאשר את דייקנותם, שלמותם והגינותם של הנתונים. יודגש כי עבודה זו אינה כוללת בדיקת נאותות (Due-Diligence) ואינה כוללת בדיקה ואימות של הנתונים האמורים, לפיכך עבודתנו לא תיחשב ולא תהייה אישור לנכונותם, שלמותם ודיוקם של הנתונים שהועברו אלינו.

בשום מקרה לא נהיה אחראיים לכל הפסד, נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעייה, מסירת מידע שאינו נכון או מניעת מידע מאיתנו.

למטרת העבודה הנחנו שהנתונים שנמסרו לנו הינם מדויקים, שלמים והוגנים, ולא בא לידיעתנו דבר העלול להצביע על חוסר סבירותם של הנתונים בהם השתמשנו. אם יתברר אחרת, תשתנה הערכתנו בהתאם. לפיכך, הננו שומרים לעצמנו את הזכות לשוב ולעדכן עבודה זו אם ויובאו בפנינו נתונים חדשים שלא הובאו בפנינו קודם למתן אומדן השווי שבעבודה זו. כמו כן, אין לראות בעבודה זו משום המלצה לרכישה או מכירה של מניות החברה, לאור ממצאי העבודה.

ברצוננו לציין כי אין לנו עניין אישי במניות החברה.

זיהוין של היחידות המניבות מזומנים כהגדרתן בתקן, הרכב נכסיהן וכן ייחוס המוניטין ליחידות המניבות מזומנים השונות הינם באחריות החברה והננו מסתמכים על נתונים אלה כפי שסופקו לידינו על ידי הנהלת החברה. כמו כן, באחריותה של החברה להקצות את ההפסד מירידת הערך (ככל שימצא) לצורך הקטנת הערך בספרים של המוניטין ו/או נכסי היחידות מניבות המזומנים.

עבודה זו משקפת את הערכתנו לגבי פרמטרים שונים ובהתבסס על המידע שהיה בפנינו. אם הערכות אלה לא תתממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות שהערכנו.

על הקורא לעיין בכל ההנחות אשר הונחו במהלך ההערכה.

בכבוד רב,

פאהן קנה יועצים בע"מ.

30 במרץ 2015

3. מבנה הפעילות והסביבה העסקית

3.1. אודות קבוצת אקשטיין ודנאל

3.1.1. דנאל (חברת האם)

דנאל, הינה חברה ציבורית העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות המוחזקות על ידה בענף כוח האדם - במתן שירותי סיעוד (בעיקר לזכאים עפ"י חוק הביטוח הלאומי), באספקת עובדים מקומיים בתחום גיוס כוח אדם, בניהול פרויקטים (Outsourcing) ובסדרנות סחורה. כמו כן עוסקת דנאל בהקמה ותפעול של מעונות לחוסים, ובעלותה מספר נכסי מקרקעין אשר חלקם הארי משמשים את הקבוצה בפעילותה.

3.1.2. עסקת רכישת 49.9% ממניות קבוצת אקשטיין על ידי דנאל

ביום 25 במרץ 2013 התקשרה חברת דנאל בהסכם לרכישה מצד שלישי חלק של 49.9% מהון המניות ומהזכויות בשלוש חברות: כפר לי בע"מ, בית אקשטיין שירותי חינוך בע"מ, ובית אקשטיין קהילה מוגנת בע"מ, (להלן: "החברות הנמכרות"), הפועלות בתחום מתן שירותים לאנשים עם צרכים מיוחדים תחת השם 'בית אקשטיין'. בנוסף, נרכשו במסגרת העסקה כ- 49.9% מהנכסים שבעלות בית אקשטיין, והמשמשים את פעילות החברות הנמכרות, כגון: זכויות בשמות והסימנים המסחריים של המוכרים, זכויות בתוכנה שפותחה על ידי המוכרות ומוניטין בגינם.

בתמורה לרכישת מניות החברות הנמכרות שילמה החברה סך של 33 מיליוני ש"ח, בתמורה לרכישת הנכסים התחייבה החברה לשלם למוכרים סך של 10 מיליוני ש"ח.

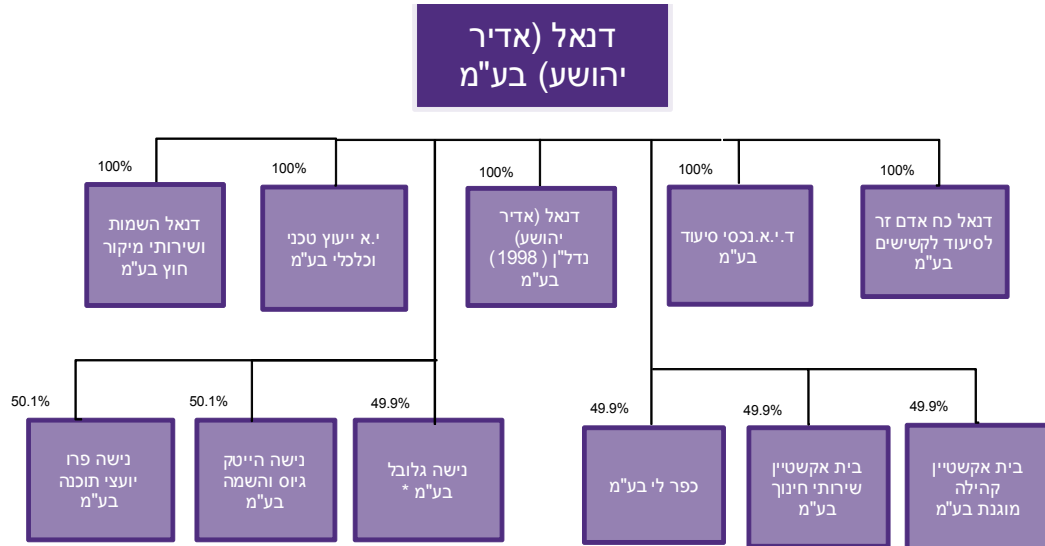
3.1.3. קבוצת אקשטיין

בית אקשטיין הינה בין הקבוצות המובילות בארץ בתחום מתן שירותים לאנשים עם צרכים מיוחדים. הארגון מספק שירותים בתחום הדיור, החינוך והתעסוקה לכ- 2,300 לקוחות ממגוון אוכלוסיות ליקויי למידה, אוטיזם, תסמונת אספרגר, קשיי הסתגלות, פגועי ראש ולקויות קוגניטיביות. מטרת הפעילות היא לקדם התפתחות אישית וחברתית של הילדים והנערים, בדגש על שיפור איכות חייהם ושילובם בקהילה.

3.2 מבנה תחום הפעילות

3.2.1 מבנה הפעילות

להלן תרשים מבנה הפעילות של חברת דנאל (אדיר יהושע) בע"מ¹:



3.2.2 תחום הפעילות

תפיסת איכות החיים התפתחה במהלך 30 השנים האחרונות והפכה למוקד המחקר והיישום לכל סוגי האוכלוסיות עם צרכים מיוחדים. תפיסת איכות החיים ממוקדת באדם ובפרט. בארה"ב פותח מודל עבודה המבוסס על איכות חיים וסולם עוצמות התמיכה. מודל זה מציג טכניקה לקידום ושיפור איכות החיים וזהו המודל שנבחר על ידי בית אקשטיין כמודל המקצועי המוביל את הלך הרוח והעבודה בכל הארגון. המודל מורכב משלושה שירותים עיקריים המותאמים לכל לקוח על פי צרכיו הייחודיים:

1. **שירותי הדיור של בית אקשטיין** - כוללים מעונות, הוסטלים ויחידות דיור קהילתיות, כשמערכי הדיור בנויים בסביבה נעימה ומושם בהם דגש רב על תחושה ביתית ועל אווירה משפחתית, תוך הענקת תשומת לב אישית לכל דייר. צוות המדריכים והמטפלים נמצא בסביבה 24 שעות ביממה, ומטפל ומסייע לדיירים בכל הדרוש להם.
2. **שירותי החינוך של בית אקשטיין** - כוללים בתי ספר לחינוך מיוחד, בהם לומדים תלמידים מכיתות א'-יב' אשר אובחנו, עברו ועדת השמה והופנו על ידי ועדת שיבוץ ברשויות לחינוך מיוחד. תכנית הלימודים כוללת גם הכנה והגשה לבגרות בחלק מבתי הספר התיכוניים. במסגרת הלימודים, נבנית לכל תלמיד תכנית תמיכות אישית על ידי הצוות הרב מקצועי של בית הספר המתייחס לתחום הלימודי, הרגשי והחברתי כשהמטרה היא מימוש יכולותיו הקוגניטיביות, הרגשיות, החברתיות והתפקודיות של התלמיד, תוך מודעות ואמונה עצמית.
3. **שירותי התעסוקה של בית אקשטיין** - כוללים מסגרות השמה ותעסוקה המקנות ערכי עבודה ומכשירות את המועמדים לקראת אפשרויות תעסוקה שונות, תוך ליווי ותמיכה של כל מועמד על פי צרכיו. הצוות המקצועי של הארגון בונה לכל מועמד תכנית תמיכות אישית, לשילוב מוצלח וארוך טווח בשוק התעסוקה. העבודה כיום מהווה גורם מרכזי בחיי האדם, ובאפשרותה לבנות ביטחון עצמי, להקנות עצמאות ולסייע ביצירת אמון וקשרים חברתיים המובילים לשיפור איכות החיים.

¹ דוחות כספיים של החברה ליום 31 בדצמבר 2013.

3.3 שינויים ומגמות בענף

לפי מחקרים שנעשו במדינות מפותחות, דווח כי תלמידים משולבים (בעלי מוגבלויות) באופן כללי מצריכים השקעה כספית המוערכת בשיעור של פי-2 עד פי-4 מתלמיד ללא מוגבלויות הלומד בבית ספר רגיל, עדיין ההשקעה הכספית בתלמיד עם מוגבלות גבוהה יותר בבית ספר לחינוך מיוחד.

במערכת החינוך בישראל, ההקצאה הסטטיסטית (במסגרתה נכללים תלמידים משולבים שלקויותיהם נחשבות שכיחות באוכלוסייה: פיגור קל, לקויות למידה, עיכוב התפתחותי וכדומה), מביאה את תקציבו של התלמיד המשולב לפי 2.3 מזה שמוקצה לתלמיד רגיל, לעומת זאת ההקצאה הדיפרנציאלית (במסגרתה נכללים תלמידים משולבים בעלי לקויות מורכבות שאינן שכיחות באוכלוסייה), מביאה את התקצוב לתלמיד עם מוגבלות לפי 2.4.25² בנוסף, לרוב תלמידים בעלי המוגבלויות יש הקצאה נוספת של שעות סיוע הנעה בין 5 ל-30 שעות שבועיות, לפי רמת התפקוד של התלמיד.

בישראל הזכאות לשילוב מתחילה בגיל 5, והתלמידים עם הלקויות ה"שכיחות" והפחות חמורות אינם זכאים לתקציב ייעודי לצורך שילובם. בתי הספר מקבלים תקציב כללי שבאמצעותו הוא אמור לסייע לתלמידים אלו להשתלב.

בהתאם, כבר בראשית הדרך ליישום חוק חינוך מיוחד, ועוד בטרם נחקק פרק השילוב בחוק חינוך מיוחד, הונחו המסגרות החינוכיות למצות את כל האפשרויות לטיפול בתלמיד במסגרת הכיתה הרגילה.

בעולם המערבי נהוגות שיטות תקצוב שונות, ובארצות רבות מתקיימים כל הזמן דיונים אינטנסיביים בדבר שינוי שיטות התקצוב והתאמתם. היקף התקציבים הולך וגדל, ורמת שביעות הרצון של כלל האוכלוסייה (הרואה בכך פגיעה בחינוך הכללי) יורדת, לעומת זאת אוכלוסיית ההורים לילדים בעלי צרכים מיוחדים סבורה כי ההיקף וחלוקת המשאבים אינו הולם מספיק.

עד לפני מספר שנים, השיטה לחלוקת המשאבים התבססה על פרדיגמה בריאותית שהייתה רווחת בעולם המערבי, שבמהותה המשתנים שקבעו את חלוקת המשאבים היו סוג הלקות וסוג המסגרת החינוכית, תוך התייחסות כללית לרמות התפקוד של התלמידים שבמסגרת החינוכית. בדינו ועדות ההשמה נלקחו בחשבון אפיון הלקות של התלמידים ורמת התפקוד הלימודית של התלמיד, כפי שבאים לידי ביטוי באבחונים של הגורמים המקצועיים ובחוות הדעת החינוכית של מחנכת התלמיד.

בשנת 2009 פרסמה וועדה בראשות השופטת דורנר, המלצות לרפורמה במערכת החינוך המיוחד בישראל. לפני הוועדה הוצגו נתונים המראים מגמת ירידה התואמת את המגמה בארצות בעולם המערבי, באחוז התלמידים בבתי הספר לחינוך מיוחד שהובילה לסגירת חלק מבתי הספר הללו.

בין היתר, הוועדה המליצה על שינוי בשיטת התקצוב. סלי ההתאמות האישיים, שיקבעו על פי מדד אפיון תפקוד של התלמיד יועמדו לרשות המוסד החינוכי למתן תכנית חינוכית-חברתית-טיפולית לתלמיד. הרישום במוסד הלימודים יערך רק לאחר שיקבע סל ההתאמות האישי, דבר אשר יכול כמובן להשפיע על בחירת מסגרות לימוד על ידי ההורים.

עפ"י דוח מבקר המדינה לשנת 2013, לוח הזמנים שקבע משרד החינוך תהליך יישום המלצות וועדת דורנר יחל לכל המוקדם במועדים שלהלן: בחינוך היסודי - בספטמבר 2014, בחטיבות הביניים - בספטמבר 2016 ובגני הילדים - בספטמבר 2017. ניתן להניח שהתהליך, אם ימוצה, יסתיים לכל המוקדם רק לקראת שנת 2020.

לאור מדיניות השילוב של משרד החינוך, וכתוצאה של פעולתן של ועדות ההשמה והערר, יותר תלמידים עם צרכים מיוחדים ברמות תפקוד קשות ומורכבות לומדים בכיתות רגילות.

² כיום משרד החינוך קובע את הקצאת שעות השילוב למוסדות החינוך הרגילים לפי שיעור קבוע ממספר התלמידים הכולל בכל מוסד ולא לפי מספר התלמידים בעלי הצרכים המיוחדים וחומרת לקויותיהם. שעות השילוב מוקצות למוסד החינוכי ולא כהקצאה אישית לתלמיד.

3.4 שינויים ומגמות בפעילות החברה

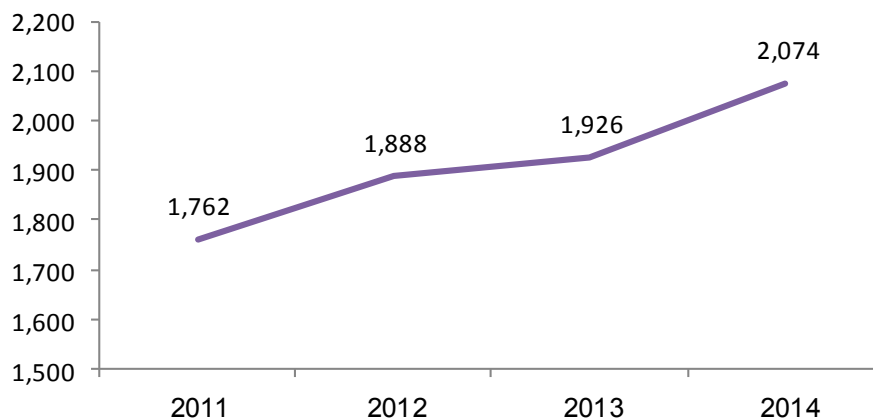
- חטיבת המעונות, ההוסטלים ושירותי תעסוקה** פועלת בכפיפות האגף לטיפול באדם עם מוגבלות שכלית התפתחותית והשרות לאוטיזם במשרד הרווחה. האגף לטיפול באדם עם מוגבלות שכלית התפתחותית הינו הגוף המממן ומפקח על פעילות המעונות וההוסטלים. הדיור הקהילתי הינו מסגרת מגורים בקהילה המושתתת על תפישה נורמטיבית של מגורים. במסגרות אלו, הדיור משמש מסגרת מגינה ומכוננת. תחום זה מקבל עדיפות בשנים האחרונות מבחינת הפניית לקוחות.

נכון לשנת 2014 מתגוררים כ- 3,200 איש ב- 270 מסגרות, כאשר כ- 62% מהן מנוהלות על ידי עמותות ציבוריות וכ- 38% על ידי מפעילים פרטיים. דיור פנימייתי הינו מסגרת מגורים כוללת אשר מספקת את צרכי הדיירים במלואם בתוך הפנימייה. במסגרת כזו יתגוררו בדרך כלל דיירים ברמת תפקוד נמוכה, התלויים לחלוטין בעזרת הצוות בביצוע תפקידי היומיום.

עפ"י נתונים המפורסמים על ידי משרד הרווחה מצביעים על עליה חדה בשיעור האנשים המאובחנים כבעלי אוטיזם בארץ, תופעה מוכרת בעולם המערבי, מ- 1,500 איש מאובחנים בשנת 2004 ל- 7,600 מאובחנים בשנת 2011.

מבחינה כלכלית לא נפגעו תקציבי האגף לטיפול באדם עם מוגבלות שכלית³ בשנים האחרונות, ונעשה מאמץ לשמור על רמתם הריאלית של התקציבים לחוסים. האגף הינו בעל הפעילות הרבה ביותר ותקציבו מהגבוהים ביותר במשרד הרווחה.

תקציב האגף לטיפול באדם עם מוגבלות שכלית התפתחותית לשנים 2011-2014 (מיליוני ש"ח)



- חטיבת החינוך** פועלת בכפיפות האגף לחינוך מיוחד **במשרד החינוך**. האגף לחינוך מיוחד הינו הגוף המממן והמפקח על פעילות בתי ספר של הארגון.

על פי חוק חינוך מיוחד, ילדים עם צרכים מיוחדים זכאים למסגרת חינוכית מגיל 3 ועד גיל 21. בפועל תלמידים יכולים ללמוד במסגרת חינוך מיוחד או להשתלב במערכת החינוך הרגילה. ועדות על פי החוק קובעות את השיבוץ של כל תלמיד. זכויות התלמיד משתנות בהתאם לסוג המסגרת בה הוא נמצא. מסגרות של החינוך המיוחד מפעילות מערך שירותים כולל לדיירים אלו הכולל בתוכו שירותי טיפול פיזי, שירותי הזנה; שירותים פרא רפואיים, שירותים רפואיים, שירותים פסיכו סוציאליים, שירותי חינוך ושירותי תעסוקה - בהתאם לצרכים של התלמיד.

³ מקור: מרכז המחקר והמידע המחלקה לפיקוח תקציבי 2013.

עפ"י דוח מבקר המדינה שפורסם בשנת 2013, בשנת 2012 למדו במערכת החינוך בישראל יותר מ- 1.9 מיליון תלמידים כ- 160,000 מהם הוגדרו ע"י משרד החינוך כילדים בעלי צרכים מיוחדים. כ- 73,000 מהתלמידים האלה למדו בבתי ספר לחינוך מיוחד ובכיתות חינוך מיוחד בבתי ספר רגילים, וכ- 87,000 תלמידים שולבו בחינוך הרגיל.

בשנים האחרונות חל גידול חד במספר התלמידים הזכאים לשירותים של החינוך המיוחד. הסיבות העיקריות לכך הינן, בין היתר, השפעת חקיקה של רווחה ובריאות (חוק מעונות שיקומיים וחוק שילוב נכי נפש בקהילה), אבחונים מוקדמים החל מגיל שנה, הרחבת הגדרת לקויות, הצלת פגים וילודים, הגברת המודעות במגזר הערבי והחרדי והשפעת מצב כלכלי על דרישה לחינוך מיוחד בגני ילדים (גילאי 3-4).

התפתחות סך התלמידים בחינוך המיוחד לשנים 2003 - 2012 (באלפים)



3.5 מגבלות, חקיקה, תקינה ואילוצים מיוחדים החלים בתחום הפעילות

מתן שירותים לאנשים עם צרכים מיוחדים הינה משימה קשה הדורשת פעילות מורכבת, בה עובדים מורים, סייעים, פסיכולוגים, רופאים, אחיות, עובדים סוציאליים ומטפלים פארא-רפואיים עם הכשרה בעלת אופי שונה, ובתנאים אינטנסיביים מאוד. הצוות המטפל נדרש בקבלת החלטות בתנאי לחץ ועמידה מול התסכולים הכרוכים בעבודה עם אוכלוסיות רב-בעייתיות. בנוסף, יש צורך בידע רחב בתחומי מנהל וכלכלה.

בכדי להפעיל דיור לאנשים בעלי מוגבלות שכלית התפתחותית, האגף לטיפול באדם עם מוגבלות שכלית התפתחותית במשרד הרווחה מפרסם מכרז ובו מפורטות דרישות של משרד הרווחה לפתיחת הדיור באזור מסוים. במכרז מפורטות דרישות של מיומנות מקצועית וחוסן פיננסי, והמלצות להפעלת דיור לאנשים עם מוגבלות שכלית התפתחותית הדורשת רישיון מהמשרד, אשר גם מאשר את התקציבים להפעלת מסגרת הדיור והתשלום לחברה בגין כל דייר המתגורר במסגרת.

משרד הרווחה/החינוך קובע סל שירותים המתורגם לערכים כספיים לצורך תפעול מסגרת הדיור/החינוך ונושא בעלות שהייתם של הדיירים/התלמידים במסגרת, ובהוצאות אחרות כגון שכר דירה, חשמל, מזון, ביגוד, תרופות וכו'. התשלום על ידי המשרד מבוצע מידי חודש ונקבע בהתבסס על מספר הדיירים ששהו במסגרת באותו חודש, ומבוסס על הקצבה שלוקחת בחשבון את הוצאות המסגרת על פי התקן המספרי המאושר למסגרת, בתוספת 4% מרווח, וכן החזר הוצאות בגין הוצאות מיוחדות, עלויות שמירה ותרופות.

משרד הרווחה הוא שמפנה את הדיירים למסגרת, ולכל דייר שמתקבל יש אישור מהמשרד. משרד הרווחה מעביר את התשלומים בהעברה בנקאית, על פי אישורים שמדווחים למחשב המשרד.

משרד הרווחה מפקח על המסגרת, ובא כוחו רשאים לבקר במסגרת בכל פעם שימצא לנכון והחברה חייבת להישמע להוראותיו. החברה אחראית לכל נזק אשר נגרם לכל אדם או תאגיד או רכוש כתוצאה מתפעול המסגרות, ומשום כך החברה מבטחת את עצמה כנגד כל הסיכונים הרלוונטיים.

3.6. סיכונים וחשיפות של החברה

- **סיכונים** - החלטה חד צדדית מצד הממשלה או משרד החינוך ו/או הרווחה להקטנת התעריף המשולם עבור חוסה עלולה לגרום לפגיעה בהכנסות החברה וברווחיותה. כמו כן, קיצוץ בתקציבי הרווחה הממשלתיים, עלול לפגוע בהכנסות החברה וברווחיותה מפעילותה בתחום המסגרות לאנשים עם צרכים מיוחדים.
 - **שיווק** - כאשר המעונות/ההוסטלים נמצאים בתפוסה מלאה, על פי הקבוע ברישיון אין צורך בשיווק, מכיוון שהמצב הינו סטטי לאורך זמן. כאשר ההוסטל נמצא בשלבי אכלוס עקב פתיחה או לחילופין כאשר דייר במעון/הוסטל נפטר או נגרע מסיבה כלשהי, יש לקבל דיירים חדשים. האגף מפנה דיירים למעונות/ההוסטלים על פי קריטריונים שונים של גיל, מצב תפקודי, רמת פיגור, קרבה למגורי הורים וכד'. לחברה אין השפעה ישירה על הפניית הדיירים.
 - **תחרות וחסימי כניסה** - לאורך השנים מקפיד המשרד על מגמה של יצירת עודף מקומות פנויים על פני בקשות לסידור מוסדי, זאת על מנת להעלות את הסטנדרטים הפיסיים והמקצועיים בין נותני השירות ולאפשר אופציות בחירה רבות יותר לדיירים פוטנציאלים. המשרד אינו מתחייב להפנות דיירים למעונות, כך שבפועל מעונות מסוימים נמצאים באחוז תפוסה נמוך ועקב הוצאות קבועות גבוהות יחסית מפסידים כסף.
- על פי הודעת מיזוג שנשלחה לרשות להגבלים עסקיים ע"י הצדדים⁴, קיימים לפחות 60 מתחרים המפעילים מסגרות של חינוך מיוחד. נתח השוק המצרפי של דנאל ושל בית אקשטיין בתחום הדיור לבעלי מוגבלות שכלית הוא קטן מ- 9% מהשוק המבוזר, בו קיימים מספר רב של מתחרים בעלי נתחי שוק גדולים ומשמעותיים יותר מדנאל ומבית אקשטיין. נתח השוק המשותף של דנאל ושל בית אקשטיין בתחום הדיור לאנשים בעלי אוטיזם הוא קטן מ- 18% מהשוק, בו מעריכים הצדדים כי קיימים מספר רב של מתחרים, כאשר אחד מהם הוא המתחרה הגדול והמשמעותי ביותר בשוק (א.ד.נ.מ בע"מ). מתחרה נוספת הינה עמותת אלוי"ט (האגודה הלאומית לילדים אוטיסטים) - עמותת הורים לילדים, מתבגרים ובוגרים המאובחנים כלוקים באוטיזם או ב-PDD. העמותה מטפלת נכון לשנת 2014 בכ- 4,000 משפחות, מחזור האגודה מוערך בכ- 70 מיליון ש"ח.
- חסימי הכניסה העיקריים לתחום הינם השקעות גבוהות הנדרשות בתשתיות ובכוח אדם מקצועי ומנוסה בתחום, כאשר קיימת חוסר כדאיות כלכלית להחזיק מספר מצומצם של מסגרות ויש צורך בהתרחבות מאסיבית.
- **סביבה טכנולוגית** - החברה משתמשת בתוכנת ניהול ממוחשבת לניהול מעונות החברה, שהינה מהמובילות בשוק ונותנת מענה מקיף ביותר לטיפול באדם הזקוק לשירותי המעון, החל מרשימות מעקב אחר פעילות הדייר, תזכורות למתן תרופות ועד להפקת דוחות מקיפים. התוכנה מקנה יתרון משמעותי לחברה ומאפשרת להתנהל באופן יעיל יותר משאר החברות הפועלות בתחום.
 - **עונתיות** - משרד החינוך מעביר תשלומים בגין דמי הבראה וחופשה בחודש יוני כאשר הוצאות אלו נרשמות בספרי החברה על פני כל השנה ולכן רואים גידול חד בהכנסות בחודש זה.

⁴ הודעת מיזוג שנשלחה לרשות להגבלים עסקיים מיוחדת מאי 2013.

4. תמצית נתונים פיננסיים

4.1 רווח והפסד

להלן תמצית דוחות רווח והפסד המאוחדים של היחידה המניבה לשנים 2011-2013 ולשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2014 (באלפי ש"ח):

מבוקר 2011	מבוקר 2012	מבוקר 2013	סקור Q1-Q3/2014	אלפי ש"ח
136,977	169,142	198,542	152,680	הכנסות
17.0%	23.5%	17.4%		% צמיחה
121,034	147,193	179,283	140,740	הוצאות הפעלה
15,943	21,949	19,259	11,940	רווח מפעולות רגילות
11.6%	13.0%	9.7%	7.8%	% מההכנסות
3,079	3,803	5,346	4,646	פחתהפחתות
19,022	25,752	24,605	16,586	EBITDA
13.9%	15.2%	12.4%	10.9%	% מההכנסות
-	(9)	(6,270)	-	הוצאות/(הכנסות) אחרות
634	304	514	534	הוצאות מימון, נטו
15,309	21,654	25,015	11,406	רווח לפני מסים על הכנסה
3,195	5,399	5,723	3,033	מסים על הכנסה
12,114	16,255	19,292	8,373	רווח נקי לשנה
8.8%	9.6%	9.7%	5.5%	% מההכנסות

4.2. מאזן

להלן תמצית נתונים מאזניים של היחידה המניבה ליום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2011-2013 וליום 30 בספטמבר 2014 (באלפי ש"ח):

מבוקר 2011	מבוקר 2012	מבוקר 2013	סקור 30.9.2014	אלפי ש"ח
רכוש שוטף				
10,376	8,190	13,935	8,998	מזומנים ושווי מזומנים
18,586	29,537	37,694	31,926	לקוחות והכנסות לקבל
1,408	1,167	2,843	3,258	חייבים ויתרות חובה
<u>13,278</u>	<u>22,415</u>	<u>12,271</u>	<u>7,856</u>	חברות קשורות
43,648	61,309	66,743	52,038	סה"כ רכוש שוטף
51.1%	61.5%	63.2%	55.0%	כאחוז מסך המאזן
השקעות ויתרות חובה לזמן ארוך				
10,310	-	-	-	חברות קשורות
5,184	5,700	5,535	5,780	פקדונות מיועדים
<u>1,836</u>	<u>2,385</u>	<u>2,603</u>	<u>3,657</u>	מסים נדחים
<u>24,479</u>	<u>30,231</u>	<u>30,650</u>	<u>33,068</u>	רכוש קבוע,נטו
41,809	38,316	38,788	42,505	סה"כ רכוש בלתי שוטף
48.9%	38.5%	36.8%	45.0%	כאחוז מסך המאזן
85,457	99,625	105,531	94,543	סה"כ נכסים
התחייבויות שוטפות				
5,042	3,424	2,970	2,768	אשראי מתאגיד בנקאי ואחרים
4,514	4,276	5,924	5,372	ספקים ונותני שירותים
11,525	12,981	19,038	13,235	זכאים ויתרות זכות
<u>2,886</u>	<u>1,631</u>	<u>12,271</u>	<u>10,806</u>	חברות קשורות
23,967	22,312	40,203	32,181	סה"כ התחייבויות שוטפות
28.0%	22.4%	39.2%	36.1%	כאחוז מסך המאזן
התחייבויות לזמן ארוך				
12,890	10,234	13,528	11,505	הלוואות לזמן ארוך מתאגיד בנקאי ואחרים
6,127	8,351	8,832	8,673	התחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד,נטו
19,017	18,585	22,360	20,178	סה"כ התחייבויות בלתי שוטפות
22.3%	18.7%	21.8%	22.7%	כאחוז מסך המאזן
42,473	58,728	40,020	36,680	סה"כ הון עצמי
49.7%	58.9%	39.0%	41.2%	כאחוז מסך המאזן
85,457	99,625	102,583	89,039	סה"כ התחייבויות והון עצמי

5. מתודולוגיה

5.1. תמצית הוראות תקן IAS 36 לעניין בדיקת ירידת ערך מוניטין

בהתאם ל-IAS36, על ישות חלה חובה לאמוד את סכום בר השבה של נכס בכל עת שקיים סימן המצביע על אפשרות של ירידה בערכו. התקן מגדיר סכום בר השבה כגובה מבין השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של נכס או יחידה מניבת מזומנים, לבין שווי השימוש בו.

כמו כן, התקן קובע כי בחינת ירידת ערך מוניטין או נכס בלתי מוחשי בעל אורך חיים בלתי מוגדר, תבוצע אחת לשנה או בתדירות גבוהה יותר במידה וקיים סימן המצביע על פגיעה בערכו.

5.2. שלבי העבודה בבדיקת ירידת ערך מוניטין

שלבי העבודה שבוצעו לצורך בחינת ירידת ערך המוניטין הינם כדלקמן:

- קבלת הגדרה של היחידות המניבות מזומנים מהחברה.
- מדידת סכום בר השבה של היחידה.
- יחוס נכסים והתחייבויות שונות ליחידה, לרבות מוניטין.
- השוואת סכום בר השבה לערך הפנקסני של היחידה.
- במקרה שהערך הפנקסני של היחידה גבוה מהסכום בר השבה, חלה ירידה בערכו של המוניטין שיוחס ליחידה.

5.3. יחידה מניבת המזומנים

התקן מגדיר יחידה מניבת מזומנים כקבוצת הנכסים המזוהה הקטנה ביותר, המניבה תזרימי מזומנים חיוביים (Inflows) משימוש מתמשך, שהם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים או מקבוצות נכסים אחרות⁵.

תהליך זיהוי היחידה מניבת המזומנים אליה שייך הנכס, כרוך בהפעלת שיקול דעת רב הכולל מבחנים ופרמטרים אותם התקן מבקש לבחון בעת זיהוי היחידה אליה שייך הנכס.

⁵ יחידה מניבת מזומנים מוגדרת בסעיף 6 לתקן כדלקמן:

" A cash-generating unit is the smallest identifiable group of assets that generates cash inflows that are largely independent of the cash inflows from other assets or groups of assets".

5.4. הקצאת מוניטין ליחידות מניבות מזומנים

מוניטין שנרכש בצירוף עסקים מייצג תשלום שביצע הרוכש מתוך ציפיות להטבות כלכליות עתידיות מנכסים שלא ניתן לזהותם בנפרד ולהכיר בהם בנפרד. מוניטין אינו מפיק תזרימי מזומנים באופן בלתי תלוי בנכסים אחרים או בקבוצות נכסים אחרות, ולעיתים קרובות תורם לתזרימי המזומנים של מספר יחידות מניבות מזומנים.

לצורך בחינה לירידת ערך, מוניטין שנרכש בצירוף עסקים יוקצה ממועד הרכישה לכל אחת מהיחידות המניבות מזומנים של הרוכש אשר חזויות ליהנות מהסינרגיות של הצירוף, ללא קשר אם נכסים אחרים או התחייבויות אחרות של הגוף שנרכש שויכו ליחידות או קבוצות של יחידות אלה. כל יחידה או קבוצה של יחידות, אליהן הוקצה המוניטין כאמור:

1. תייצג את הרמה הנמוכה ביותר בישות שבה קיים מעקב של המוניטין לצרכי הנהלה פנימיים.
2. לא תהיה גדולה ממגזר פעילות.

לעיתים, לא ניתן להקצות מוניטין ליחידות מניבות מזומנים בודדות על בסיס שאינו שרירותי, אלא רק לקבוצות של יחידות מניבות מזומנים. כתוצאה מכך, הרמה הנמוכה ביותר בישות שבה קיים מעקב על המוניטין לצרכי הנהלה פנימיים מורכב, לעיתים, ממספר יחידות מניבות מזומנים שאליהן המוניטין קשור, אך שלא ניתן להקצותו להן. במקרה זה הוראות התקן לגבי יחידה מניבת מזומנים בודדת (בהתייחס לנושא המוניטין) יחולו לגבי קבוצות של יחידות מניבות מזומנים, אשר להן הוקצה המוניטין.

5.5. שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה ושווי שימוש

כאמור, סכום בר השבה מוגדר כגבוה מבין שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה ושווי שימוש.

שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה הוא הסכום שניתן לקבל במכירת הנכס או יחידה מניבת מזומנים בעסקה בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת, בהעדר השפעה הנובעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים ובניכוי עלויות מימוש.

שווי שימוש הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים, החזויים לנבוע מנכס או מיחידה מניבת מזומנים. שווי שימוש, בניגוד לשווי הוגן, מבוסס על תחזיות הספציפיות לישות, אשר ייתכן ואינן זמינות ליתר השוק.

5.6. נכסים והתחייבויות של היחידה בהם יש להתחשב בעת השוואה לסכום בר השבה

הכלל המנחה לאגרגציה פנקסנית שיש לבצע בכדי להשוות את הערך בספרים של היחידה מניבת מזומנים לסכום בר השבה שלה הוא כי השווי הפנקסני של היחידה ייקבע על בסיס עקבי עם הדרך בה חושב הסכום בר השבה של היחידה.

כאשר יחידה מניבת מזומנים נבחנת לירידת ערך, שוויה הפנקסני של היחידה יכלול את כל הנכסים התפעוליים נטו אשר צפויים לתרום לתזרימי התפעולי של היחידה.

6. הערכת השווי

6.1 כללי

השיטה שנבחרה על ידינו לצורך הערכת שווי פעילות קבוצת אקשטיין הינה גישת ההכנסות, במסגרתה יושמה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF), שכן היא נחשבת לשיטה המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית והמקובלת ביותר באופן פרקטי. הנהלת קבוצת אקשטיין ערכה תקציב לתוצאות פעילות הקבוצה לשנים 2014-2015. הערכת השווי שביצענו מבוססת בחלקה על תקציב זה.

6.2 הנחות עיקריות לצורך בניית תחזית תזרימי המזומנים של פעילות קבוצת אקשטיין

6.2.1 הכנסות

עפ"י תקציב החברה הונח כי הכנסות קבוצת אקשטיין בשנת 2015 תצמחנה בשיעור כולל של כ- 7.6% בהשוואה לשנת 2014, על בסיס תקציב החברה. בשנת 2016 הונח שיעור צמיחה של כ- 3% אשר הולך ופוחת עם השנים, עד להתייצבות על כ- 0% צמיחה פרמננטית משנת 2019 וכן בשנה המייצגת.

ניתוח ההכנסות מחוזים עיקריים בוצע על סמך חוזים חתומים קיימים ותחזית פעילות עתידית. להלן טבלה המפרטת את תחזית סך ההכנסות מכלל הלקוחות של החברה במהלך השנים 2015-2020:

תחזית 2020	תחזית 2019	תחזית 2018	תחזית 2017	תחזית 2016	תחזית 2015	הכנסות בית אקשטיין באלפי ש"ח
233,607	233,607	233,607	231,294	226,758	220,154	הכנסות ממכירות
0.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	7.6%	שיעור צמיחה בהכנסות

יש לציין כי בעבודת בדיקת ירידת ערך ליחידה מניבה מזומנים שבוצעה על ידינו ליום 31 בדצמבר 2013 הוערך שיעור נטישה של 5% מהכנסות החברה. אולם, לאור העובדה כי החברה עמדתה בתחזיותיה ובפועל לא הייתה נטישה של לקוחותיה וכן, לאור הערכת הנהלת החברה אשר אינה צופה נטישה לאורך שנות התחזית, הונח לצורך עבודה זו, כי לא תהיה נטישה של לקוחות.

6.2.2 רווח תפעולי

עפ"י תקציב החברה, הונח כי שיעור הרווח התפעולי של קבוצת אקשטיין בשנת 2015 יעמוד על כ- 6.5%. לצורך התחזית הנחנו כי שיעור הרווח התפעולי יעמוד בשנת 2016 על 7.5% ויתכנס ל- 10% עד השנה הפרמננטית. זאת, בין היתר, לאור שיעור רווח תפעולי ממוצע של היחידה בשנים 2012-2014 (הסתכם לכ- 10%).

6.2.3 מסים על ההכנסה

שיעור המס שנלקח לצורך התחזית הינו בהתאם לשיעור מס החברות בישראל נכון למועד כתיבת העבודה, אשר הינו 26.5%.

6.2.4. פחת והשקעות

לאורך שנות התחזית הונח כי הוצאות הפחת צפויות להוות כ- 2.7% מההכנסות, בהתבסס על הוצאות הפחת של הקבוצה ביחס להכנסותיה בשנים האחרונות. בשנה הפרמננטית הונח כי הוצאות הפחת יהווה 2% מההכנסות, זאת בשל הצפי לסיום הפחתת הנכסים הבלתי מוחשיים. כמו כן הונח, כי ההשקעה ברכוש קבוע תהיה שווה להוצאות הפחת ללא הפחתת הנכסים הבלתי מוחשיים ותעמוד על 2% מההכנסות לאורך כל שנות התחזית.

6.2.5. הון חוזר

הונח כי לאורך כל שנות התחזית, שיעור ההון החוזר מההכנסות של קבוצת אקשטיין צפוי לעמוד בממוצע על כ- 13.4% מסך ההכנסות. יתרות ההון החוזר נקבעו בהתאם לשיעור ההון החוזר הממוצע של החברה בין השנים 2012-2013 ועד לסוף הרבעון השלישי של שנת 2014.

6.2.6. שיעור ההיוון (WACC)

לצורך היוון תזרימי המזומנים נלקח שיעור היוון משוקלל נומינלי של 15% (מעוגל). לפירוט בדבר אופן החישוב המלא ראה **נספח א'** להלן.

6.2.7. סיכום הערכת שווי הפעילות קבוצת אקשטיין

בהתאם להנחות ולאומדנים המפורטים לעיל בעבודה זו, שווי פעילות קבוצת אקשטיין נכון ליום 31 בדצמבר 2014, מוערך על ידנו בכ- **110,150 אלפי ש"ח**.

מצורף כנספח ב' סיכום הערכת שווי הפעילות בהתאם לשיטת היוון תזרימי המזומנים.

6.3. מסקנות

מוצגים להלן ערכם הפנקסני של הנכסים התפעוליים נטו של פעילות החברה ליום 31 בדצמבר 2014:

אומדן ערך בספרים (פנקסני) של היחידה מניבת המזומנים נכון ליום 31.12.2014 אלפי ש"ח	
31,926	לקוחות והכנסות לקבל*
3,258	חייבים ויתרות חובה*
33,068	יתרת רכוש קבוע, נטו*
(5,372)	ספקים ונותני שירות*
(13,235)	זכאים ויתרות זכות*
11,920	קשרי חוזים
3,951	הסכם אי תחרות
500	תוכנה
21,471	מוניטין
87,487	אומדן ערך בספרים נכון ליום 31.12.14

(* היתרות הנ"ל הינן ליום 30 בספטמבר 2014. מהנהלת החברה נמסר, כי לא היה שינוי מהותי בערכם הפנקסני של הנכסים התפעוליים של פעילות החברה מיתרות הנכסים בדוחות הכספיים המסוקרים ליום 30 בספטמבר 2014 ועד ליום 31 בדצמבר 2014.

מאחר וערכם הפנקסני של הנכסים התפעוליים נטו של פעילות קבוצת אקשטיין (המהווה יחידה מניבת מזומנים) ליום 31 בדצמבר 2014, מסתכם בכ- 87,487 אלפי ש"ח, ומאחר וסכום זה אינו עולה על סכום בר ההשבה של פעילות קבוצת אקשטיין, **אנו סבורים כי לא נפגם ערכם של נכסים אלו, לרבות מוניטין.**

6.4. ניתוחי רגישות

להלן ניתוח רגישות לתוצאת השווי המתקבלת בהתאם לשינוי בשיעור ההיוון ושיעור הצמיחה הפרמנטית:

שיעור צמיחה פרמנטית					
-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	
117,395	122,112	127,555	133,906	141,411	13.0%
109,724	113,691	118,225	123,457	129,560	14.0%
102,970	106,336	110,150	114,510	119,540	15.0%
96,980	99,858	103,095	106,763	110,956	16.0%
91,633	94,110	96,878	99,993	103,522	17.0%

לוח
לוח

נספחים

נספח א' – תחשיב מחיר ההון המשוקלל של קבוצת אקשטיין

להלן נוסחת חישוב שיעור ההיוון המשוקלל:

$$WACC = Rd \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + Re \times \frac{E}{D + E}$$

התשואה הנדרשת על ההון העצמי (Re) - לשם חישוב תוחלת התשואה הנדרשת על ההון העצמי, המהווה אף את התשואה הנדרשת על פעילות החברה, עשינו שימוש במודל ה-CAPM לפי הנוסחה המוצגת להלן:

$$Re = Rf + \beta \cdot (Rm - Rf) + ARP$$

- **ריבית חסרת סיכון (Rf)** - נלקח שיעור ריבית חסרת סיכון של 2.68%, בהתבסס על נתוני התשואה לפדיון של איגרת חוב ממשלתית לא צמודה למדד המחירים לצרכן ל-10 שנים⁶.
 - **פרמיית הסיכון של השוק (Rm-Rf)** - פרמיית הסיכון הממוצעת של השוק נקבעה בהתאם לפרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הישראלי⁷ - 6.8%.
 - **הביטא (β)** - הביטא של חברה מבטאת את רגישות מניית החברה לתנודות מאקרו כלכליות ומשקפת את מידת הסיכון השיטתי שלה. בין המשתנים המשפיעים על הביטא של חברה, ניתן למנות את שיעור המינוף הפיננסי של החברה, רמת הגמישות התפעולית וכן עוצמת המחזוריות הרב שנתית המאפיינת את פעילותה.
 - אמדנו את הביטא הממונפת של החברה בכ- 1.01, בהתבסס על שקלול נתוני הביטא הלא ממונפת של חברות בענף גיוס כוח אדם והשמת עובדים (Human Resources) בעולם וענף מתקני בריאות (Healthcare facilities) באירופה (תוך התאמת הביטא למינופה של החברה נשוא העבודה)⁸.
 - **פרמיית סיכון נוספת (ARP - Additional Risk Premium)** - להערכתנו רמת הסיכון של החברה הינה גבוהה יותר בהשוואה לחברות הציבוריות שנלקחו לצורך תחשיב הביטא, בשל היותה קטנה יותר ביחס לחברות הציבוריות הללו ובשל חוסר סחירותה. על סמך ניסיונו ולאור האמור לעיל, אנו מעריכים כי יש להוסיף לתחשיב ה-Re פרמיית סיכון נוספת של 6%⁹.
 - **מחיר החוב (Rd)** - אמדנו את שיעור התשואה הנדרש על החובות לזמן ארוך של בית אקשטיין בכ- 5%.
 - **שיעור מס (T)** - נלקח שיעור מס של 26.5% המשקף את שיעור המס הסטטוטורי בישראל החל משנת 2014.
 - **שיעור מינוף (D/D+E)** - לצורך חישוב שיעור המינוף בעבודה זו בהתאם למבנה ההון של החברה בשנים האחרונות, אמדנו את שיעור המינוף של החברה בכ- 5%.
- מהנתונים לעיל עולה כי מחיר ההון העצמי של החברה (Re) הינו כ- 15.5% ושיעור ההיוון המשוקלל (WACC) של החברה הינו 15% (מעוגל).**

⁶ מקור הנתונים: שערי ריבית.

⁷ מקור: www.damodaran.com

⁸ מקור: בלומברג 31/12/2014, www.damodaran.com

⁹ מקור: Ibbotson 2013.

נספח ב' - סיכום הערכת שווי פעילות קבוצת אקשטיין

שנה מייצגת	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תקציב	תקציב	מבוקר	מבוקר	באלפי ש"ח
2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
233,607	233,607	233,607	231,294	226,758	220,154	204,580	198,542	169,142	הכנסות ממכירות
0.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	7.6%	3.0%	17.4%	23.5%	שיעור צמיחה בהכנסות
210,246	212,582	212,582	212,790	209,752	205,917	189,203	179,283	147,193	הוצאות תפעול
23,361	21,025	21,025	18,503	17,007	14,237	15,377	19,259	21,949	רווח תפעולי מפעילות שוטפת
10.0%	9.0%	9.0%	8.0%	7.5%	6.5%	7.5%	9.7%	13.0%	שיעור רווח תפעולי
(4,672)	(6,307)	(6,307)	(6,245)	(6,122)	(6,194)				פחת והפחתות
28,033	27,332	27,332	24,748	23,129	20,431				EBITDA
12.0%	11.7%	11.7%	10.7%	10.2%	9.3%				שיעור EBITDA
6,191	5,572	5,572	4,903	4,507	3,773				מס על הרווח התפעולי
17,170	15,453	15,453	13,600	12,500	10,464				רווח תפעולי לאחר מסים
4,672	6,307	6,307	6,245	6,122	6,194				פחת והפחתות
(4,672)	(4,672)	(4,672)	(4,626)	(4,535)	(4,403)				השקעות הוניות - CAPEX
		(310)	(607)	(884)	(2,912)				שינויים בהון חוזר
17,170	17,088	16,779	14,612	13,203	9,343				תזרים תפעולי נקי
	4.50	3.50	2.50	1.50	0.50				תקופה להיוון
	1.88	1.63	1.42	1.23	1.07		15%		מחלק היוון
61,030	9,111	10,288	10,303	10,706	8,712				תזרים מהוון
									אומדן שווי פעילות ליום 31.12.14
									110,150

23,361	22,660	22,350	19,516	17,710	13,116		תזרים תפעולי לפני מס
	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5		תקופה להיוון
	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1		מחלק היוון
50,733	9,918	11,754	12,332	13,447	11,965		תזרים מהוון
							אומדן שווי הפעילות ליום 31.12.14
							110,150

נספח ג' - פרטי מעריך השווי

פאהן קנה יועצים הנה חברת הבת של משרד פאהן, קנה ושות', רואי חשבון, הנמנה על ששת המשרדים הגדולים בישראל.

פאהן קנה יועצים מהווה את זרוע ה- **Special advisory services** של רשת **Grant Thornton** העולמית, המתמחה בהובלת עסקאות בינלאומיות, ביצוע הערכות שווי וייעוץ בביצוע עסקאות, הנפקת חברות בבורסות בעולם וייעוץ ניהולי ומימון פרויקטים.

רו"ח שלומי ברטוב, שותף ומנכ"ל פאהן קנה יועצים, בעל תואר שני במינהל עסקים (MBA) ובעל תואר ראשון בכלכלה וחשבונאות, שניהם מאוניברסיטת ת"א.

מר ברטוב הינו בעל ניסיון עשיר בליווי וייעוץ לחברות מהגדולות במשק.

רו"ח רומן פלק, דירקטור ומנג'ר בפאהן קנה יועצים, בעל תואר ראשון בהצטיינות בכלכלה וחשבונאות מאוניברסיטת ת"א.



Grant Thornton

www.gtfk.co.il

© 2015 Fahn Kanne Consulting Ltd. All rights reserved

Fahn Kanne Consulting Ltd. is a subsidiary of Fahn Kanne & Co. Grant Thornton Israel, a member firm within Grant Thornton International Ltd. Fahn Kanne Consulting Ltd. renders Specialist Advisory Services, such as: M&A, Valuations, Transaction Advisory Services, Forensic and Litigation Support, business risk services, Project Finance, Recovery and Reorganization.

Grant Thornton International is one of the world's leading organizations of independently owned and managed accounting and consulting firms. These firms provide assurance, tax and specialist advisory services to privately held businesses and public interest entities. Clients of member and correspondent firms can access the knowledge and experience of more than 2400 partners in over 100 countries and consistently receive a distinctive, high quality and personalized service wherever they choose to do business.