



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

בחינת הצורך בירידת ערך מוניטין
Jiangsu Xinghe Valve Co Ltd
ליום 31 בדצמבר, 2017

המ-לט (ישראל-קנדה) בע"מ

Pulverniss Bareket Ben-Yehuda Ltd.

Eran Hadar House, Bezalel 3 Ramat-Gan | Phone: 972-3-752-9000 | Fax: 972-3-752-9002 | www.pbb.co.il



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

13 מרץ, 2018

מורך טייר, סמנכ"ל כספיים
המ-לט (ישראל-קנדה) בע"מ

מר טייר הנכבד,

ביום 26 בדצמבר, 2017, חברת פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ, לשעבר: דה-קלו בן-יהודה ושות' בע"מ (להלן - "מעריך השווי") נתבקשה על ידי המ-לט (ישראל-קנדה) בע"מ (להלן - "המלט") לאמוד את השווי ההוגן של חברת Jiangsu Xinghe Valve Co Ltd. (להלן - "החברה") ליום 31 בדצמבר, 2017 (להלן - "מועד הערכת השווי").

חוות דעת זו מיועדת לצרכי עריכת דוחות כספיים והיא נערכה בהתאם לכללים ולהנחיות שנקבעו בתקן חשבונאות בינלאומי IAS 36, "ירידת ערך נכסים". לצורך חוות דעתנו הסתמכנו על נתונים פיננסיים הקשורים בחברה וכן על מידע שהתקבל מהנהלת המלט, באשר לתחזיות תזרימי מזומנים ואומדנים נוספים.

מטרת חוות הדעת, המובאת להלן, הינה לבחון האם נדרש להכיר בהפסד מירידת ערך מוניטין, דהיינו, האם סכום בר ההשבה של יחידה מניבת המזומנים, קטן מערכה בספרים של החברה.

חוות דעת זו נערכה על מנת לסייע להנהלת המלט בבחינת הצורך בהכרה בהפסד מירידת ערך מוניטין, כאמור לעיל, לצורך הדוחות הכספיים ולמטרה זו בלבד. לפיכך, חוות דעת זו לא תשמש למטרות אחרות ולא תופץ לגוף שלישי (למעט, הגופים המוזכרים להלן) וכן צד שלישי לא יוכל לעשות בה שימוש כלשהו או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורינו מראש ובכתב.

חוות דעתנו התבססה על עיון בנתונים פיננסיים היסטוריים, עריכת בירורים עם האחראים לעניינים הכספיים והחשבונאיים, תקציב לשנת 2018 וכן תחזיות שהתקבלו מהנהלת המלט באמצעות דיונים, אשר ערכנו עם סמנכ"ל הכספים של המלט, בהתבסס על מיטב ידיעתנו וניסיונו. התחזיות, כוללות נתונים ומסתמכות על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים, אולם לא ביצענו כל בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה על מנת לאמת את הנתונים, כאמור.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

ככלל, התחזיות מתייחסות למאורעות עתידיים ומתבססות על הנחות סבירות למועד עריכת חוות הדעת. הנחות אלו עשויות להשתנות לאורך תקופת התחזית, ועל כן תחזיות, אשר נערכו ליום הבדיקה, עשויות להיבדל מהתוצאות הפיננסיות בפועל או מתחזיות שתעשינה במועד מאוחר יותר. על כן לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הביטחון המיוחסת לנתוני דוחות כספיים מבוקרים. אין אנו מחוויים דעה באשר להתאמת התחזיות שנערכו לתוצאות הפיננסיות שתתקבלנה בפועל.

ככל הערכת שווי כלכלית, אף הערכה זו התבססה על המידע האמור. שינויים במידע זה, או מידע נוסף, עשויים להשפיע, על תוצאות חוות הדעת. לפיכך, אין לראות בחוות דעתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או דיוקם של נתונים אלו, אלא הערכה כלכלית המבוססת על מודלים כלכליים כמפורט בגוף חוות הדעת להלן.

בחינת הצורך בירידת ערך מוניטין שלהן מתייחסת למכלול הפרמטרים הכלכליים הקשורים בקביעת סכום בר ההשבה של החברה בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהיא, לרבות המלצת השקעה במכשיר פיננסי כלשהו.

מוסכם בין מעריך השווי להמלט כי למעט במקרים בהם ייקבע על ידי בית המשפט שמעריך השווי פעל ברשלנות רבתי או בזדון, לא יישא מעריך השווי בכל אחריות כלפי המלט או לחילופין כלפי צד שלישי. המלט מתחייבת לשפות את מעריך השווי בקשר עם כל פיצוי, אשר עולה על פי שלושה מגובה שכר הטרחה שישולם ע"י המלט למעריך השווי בגין חוות הדעת, בו יהיה חייב מעריך השווי כלפי צד שלישי בקשר עם חוות הדעת, לרבות, בכל ההוצאות שתידרשנה עבור ייצוג משפטי לרבות יעוץ וחוות דעת מומחים. הוצאות אלו תועברנה למעריך השווי תוך 30 יום מהרגע שהודיע עליהן מעריך השווי לחברה.

הרינו להצהיר, כי אין לנו כל עניין אישי במניות החברה או המלט, בעלי מניותיה או צדדים קשורים לה, כמוגדר בדין או בפסיקה ולא מתקיימת בנו כל תלות או זיקה אליה או לצדדים קשורים אליה כהגדרתם בחוק החברות.

ידוע לנו כי ממצאינו ישמשו את הנהלת המלט לשם הדיווח הפיננסי הנדרש במסגרת העקרונות החשבונאיים המקובלים בישראל. אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל כחלק מהדוח הכספי של המלט וכן בדיווחיה לרשות לניירות ערך ולבורסה, אם תידרש לכך.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

אנו מעריכים את ההזדמנות לסייע לכם בקשר עם בחינת הצורך בירידת ערך המוניטין. במידה שדרושות לכם הבהרות בנוגע לכל אחד מהנושאים הכלולים בחוות דעתנו, או כל מידע נוסף, נשמח להרחיבה במידה שתידרש לכם.

ריכוז ממצאים (אלפי RMB):

ריכוז ממצאים	
116,653	סכום בר השבה
93,718	ערך בספרים
-	

סכום בר ההשבה של היחידה מניבת המזומנים לתאריך 31 בדצמבר, 2017 הינו 116,653 אלפי RMB, הערך בספרים של היחידה מניבת המזומנים הינו 93,718 אלפי RMB, לפיכך אין צורך לבצע ירידת ערך למוניטין.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מידע אודות המומחים

פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ (לשעבר: דה-קלו בן-יהודה ושות' בע"מ) מתמחה במתן שרותי ייעוץ כלכלי והערכות שווי בלתי תלויות לחברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים וכשירים פיננסיים. חוות הדעת הכלכליות מבוצעות ע"י צוות מומחים הכולל רואי חשבון וכלכלנים.

מאז הקמתה (בשנת 1998), ביצעה החברה מגוון רחב של עבודות בלתי-תלויות עבור למעלה מ- 200 חברות ציבוריות הנסחרות בארץ, בארה"ב ובאירופה, לצד מאות חברות פרטיות ולקוחות פרטיים.

ניסיונו הרב כולל עריכת חוות דעת כלכליות למטרות מגוונות, ביניהן: צרכים חשבונאיים (דיווחים כספיים בהתאם לכללי התקינה הבינלאומית והאמריקאית), צרכי מס, חוות דעת משפטיות וכן חוות דעת כלכליות הנדרשות בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, בדיקות נאותות, בדיקות כדאיות, גיוס הון, הנפקה לציבור ועוד.

פולברניס ברקת בן-יהודה שמה דגש על מקצועיות, מהימנות ותודעת שירות גבוהה.

רו"ח שי פולברניס - שותף מנהל

- בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. בעל רישיון ישראלי לראיית חשבון.
- רו"ח פולברניס מנהל משנת 2007 את פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ. ניסיונו הרב כולל מגוון רחב של חוות דעת כלכליות, בלתי תלויות, עבור למעלה מ- 200 חברות ציבוריות ומאות חברות פרטיות, בישראל ובחו"ל, כגון: הערכות שווי חברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים (מוניטין וכד'), מכשירים פיננסיים, נגזרים משובצים ועסקאות מורכבות.
- התמחותו וניסיונו של רו"ח פולברניס נדרשים ומסייעים בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, גיוס הון, הנפקה לציבור, דיווח כספי בהתאם לכללי התקינה הבינלאומית והתקינה האמריקאית (IFRS; US-GAAP).
- רו"ח פולברניס עבד מספר שנים בתחום הביקורת, הייעוץ הכלכלי ובמחלקת מיזוגים ורכישות במשרד רו"ח קסלמן את קסלמן (PWC), במהלכן היה שותף בליווי עסקאות משמעותיות במשק הישראלי.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

רו"ח ערן ברקת - שותף מנהל

- בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. בעל רישיון ישראלי לראיית חשבון.
- רו"ח ברקת מכהן משנת 2007 כמנהל בכיר בפולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ. ניסיונו הרב כולל מגוון רחב של חוות דעת כלכליות, בלתי תלויות, עבור למעלה מ- 200 חברות ציבוריות ומאות חברות פרטיות, בישראל ובחו"ל, כגון: הערכות שווי חברות, פעילויות, מיזמים, נכסים בלתי מוחשיים (מוניטין וכד'), מכשירים פיננסיים, נגזרים משובצים ועסקאות מורכבות.
- התמחותו וניסיונו של רו"ח ברקת נדרשים ומסייעים בתהליכים כגון: מיזוגים ורכישות, גיוס הון, הנפקה לציבור, דיווח כספי בהתאם לכללי התקינה הבינלאומית והתקינה האמריקאית (IFRS; US-GAAP).
- רו"ח ברקת עבד מספר שנים בפירמת החשבונאות הבינלאומית E&Y Ernest & Young כמנהל בתחום ביקורת, במהלך שימש כמנ"ר בניהול תיקי ביקורת של חברות ציבוריות מהגדולות והמובילות במשק הישראלי וביצע, בין היתר, בדיקות נאותות בתחום המיזוגים והרכישות.

בכבוד רב,

שי פולברניס, רואה חשבון



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

תוכן עניינים

8	1. רקע
8	1.1. המ-לט (ישראל-קנדה) בע"מ
8	1.2. JIANGSU XINGHE VALVE CO LTD
9	1.3. שוק ותחרות
10	2. מתודולוגיה
13	3. תיאור הפקעת מפעל החברה על ידי ממשלת סין
14	4. הערכת שווי השימוש של היחידה מניבת מזומנים
15	4.1. הנחות עבודה עיקריות
26	4.2. ניתוח רגישות
27	5. הרכב היחידה מניבת המזומנים
27	6. סיכום ממצאים



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

1. רקע

1.1. המ-לט (ישראל-קנדה) בע"מ

החברה נתאגדה ונרשמה בישראל כחברה פרטית ביום 28 באוגוסט, 1961. במאי, 1994 הפכה החברה לחברה ציבורית ונרשמה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. עיסוקה של החברה וחברות הבנות שבשליטתה (להלן - "הקבוצה"), הוא בפיתוח, ייצור ושיווק של מחברים, ברזים ושסתומים בשני תחומי פעילות:

1. מוצרים לתעשייה התהליכית - פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מחברים, ברזים ושסתומים למערכות פיקוח ובקרה תעשייתיות.

2. מוצרים אולטרה נקיים - פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מחברים, ברזים ושסתומים למערכות הובלת גזים אולטרה-טהורים בתעשיות מיקרו אלקטרוניקה ותעשיות אולטרה נקיות נוספות¹.

תחום המוצרים לתעשייה התהליכית ותחום המוצרים האולטרה-נקיים, שייכים למשפחת הרכיבים המיועדים למכשור ובקרה למגוון של יישומים תעשייתיים. המוצרים משמשים מערכות הובלת גזים ונוזלים, אשר תפקידן למדוד, לפקח ולהעביר נתונים לגבי זרימה, לחץ וטמפרטורה במערכות מכשור ובקרה.

הרכיבים אותם מפתחת, מייצרת ומשווקת החברה הם, בין היתר, מחברים, שסתומי מחט, שסתומים כדוריים, שסתומי דיאפרגמה, שסתומים מופקדים, שסתומים אל-חוזרים וסעפות למכשור ובקרה. הדרישות מהמוצרים הן גבוהות בכל הנוגע לעמידות בתנאי קורוזיה קיצוניים, עמידות בטמפרטורות גבוהות ובמגוון לחצים. המוצרים נדרשים לעמוד בתקנים מחמירים ובמכלול של דרישות ותקנים ייעודיים של הלקוחות. מכירות החברה מופנות ברובן המכריע לייצוא ומוצריה זוכים להכרה ואישור על ידי חברות תעשייתיות עולמיות מובילות.

1.2. Jiangsu Xinghe Valve Co Ltd

החברה הינה חברה סינית פרטית אשר הוקמה בשנת 2011 כפיצול מחברת האם Xinghe Groupe Co, חברה ותיקה הפועלת בשוק הסיני למעלה מ-30 שנה. החברה פועלת בתחום התעשייה התהליכית ומייצרת בעיקר ברזים ומחברים לחברות הפועלות בסין בתחום

¹ תעשייה אולטרה-נקיה היא תעשייה בה נדרשת רמת טוהר גבוהה על מנת לקיים תהליך ייצור. מערך הייצור של המוצרים האולטרה-נקיים נבדל מזה של התעשייה התהליכית בחומרי הגלם, בתהליכי הגמר הנעשים בחדרים נקיים וכן בתהליכי ייצור מדויקים יותר המאופיינים ברמות טיב פני שטח גבוהות יותר.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

האנרגיה הגרעינית, נפט וגז ותחומי תעשייה נוספים, וכן, רכיבי תשתית להובלת צנרת וכבלי חשמל לתעשייה התהליכית.

ביום 5 באפריל, 2016 השלימה המלט את רכישת מלוא מניות החברה אשר תחום פעילותה חופף לחלק מתחומי הפעילות של המלט ומוצריה הינם מוצרים משלימים ו/או תואמים למוצרי המלט, תמורת 15 מיליון דולר במזומן ו- 3.4 מיליון דולר בכפוף לעמידתה של החברה ביעדי רווחיות עד סוף 2017.

1.3. שוק ותחרות

השוק בו פועלות המלט והחברה הוא שוק השסתומים והמחברים התעשייתיים, שוק זה משרת הן היתר את תעשיות הגז והנפט, גרעין ותעשיות נוספות. שוק זה צפוי להיות מוערך בכ- 84.30 מיליארד דולר עד לשנת 2023, לפי שיעור צמיחה שנתי ממוצע (CAGR) של 3.6% בין השנים 2017 - 2023². השוק מונע בשנים האחרונות על ידי דרישה גוברת לשסתומים ומחברים לתעשיות הנפט, גז וכימיקלים. העלייה העולמית בהיקפי ייצור הגז הטבעי ובנוסף לכך העלייה בהיקפי ייצור חביות הנפט שהגיעה בין היתר עקב שינויים גאו-פוליטיים בכלכלה העולמית הגבירו יותר את הדרישה לשסתומים ומחברים לצורך הולכה של משאבים אלו.

מכיוון שהשוק משרת תעשיות גדולות אחרות אשר מתאפיינות בשינויים וחדשנות טכנולוגיים, הוא מתאפיין בהשקעה רבה במחקר ובפיתוח של טכנולוגיות ופתרונות חדשים.

שלושת ספקי השורה הראשונה (Tier 1), שהנם המתחרים הגדולים של הקבוצה, הינן שתי חברות אמריקאיות Swagelok Allentown Fluid Systems, Inc., Parker Hannifin Corporation הפועלות בתחום המוצרים לתעשייה התהליכית והמוצרים האולטרה-נקיים, וחברת Fujikin היפנית הפועלות בתחום המוצרים האולטרה-נקיים. החברה נמנית עם ספקי השורה השנייה (Tier 2) בעולם, שהיקף מכירותיהם נע בין 150-50 מיליון דולר. העובדה כי לחברה מגוון מוצרים רחב מקנה לה יתרון על פני ספקי השורה השנייה וממקם אותה כמתחרה ראויה של החברות הנמנות עם ספקי השורה הראשונה.

² <https://www.marketsandmarkets.com/PressReleases/industrial-valve.asp>



2. מתודולוגיה

תקן חשבונאות בינלאומי, IAS 36, (להלן - "התקן"), קובע נהלים שעל ישות ליישם כדי להבטיח שנכסיה לא יוצגו בסכום, העולה על הסכום בר ההשבה שלהם. נכס (או יחידה מניבת מזומנים) מוצג בסכום, הגבוה מסכום בר ההשבה שלו, כאשר ערכו בספרים עולה על הסכום שיתקבל מהשימוש בנכס או ממכירתו. במקרה זה חלה ירידת ערך והתקן דורש מהישות להכיר בהפסד מירידת ערך.

התקן מגדיר סכום בר השבה כגבוה מבין השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של נכס או יחידה מניבת מזומנים, לבין שווי השימוש בהם. דהיינו, במקרה בו השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה או שווי השימוש או שניהם, גבוהים מהערך הפנקסני, לא נדרשת הישות להכיר בהפסד מירידת ערך.

התקן אף קובע את ההיררכיה, להלן בסדר יורד, בקביעת השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה :

- ✓ הראיה הטובה ביותר לשווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של נכס היא המחיר שנקבע בהסכם מכירה מחייב בעסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון הפועלים בצורה מושכלת, מותאם בגין עלויות תוספתיות שניתן ליחסן במישרין למימוש הנכס.
- ✓ מחיר מכירה בשוק פעיל - כאשר אין הסכם מכירה מחייב אך הנכס נסחר בשוק פעיל, השווי ההוגן בניכוי עלויות למכירה, יהיה מחיר השוק של הנכס בניכוי עלויות המימוש.
- ✓ מידע זמין המשקף את הסכום שישות הייתה יכולה לקבל, בתאריך המאזן, תמורת מימוש הנכס בעסקה בין מוכר מרצון לקונה מרצון הפועלים בצורה מושכלת.

אמידת שווי השימוש של נכס או יחידה מניבת מזומנים כוללת את השלבים הבאים :

- ✓ זיהוי המרכיבים אשר ישתקפו בחישוב שווי השימוש בנכס :
 - אומדן של תזרימי המזומנים העתידיים שהישות מצפה להפיק מהנכס ;
 - תחזיות לגבי שינויים אפשריים בסכום או בעיתוי של תזרימי מזומנים אלה ;
 - ערך הזמן של הכסף, המיוצג ע"י שיעור שוק שוטף של ריבית חסרת סיכון ;
 - המחיר לנשיאת אי וודאות, שטבועה בנכס ; וכן
 - גורמים אחרים, כגון היעדר נזילות, אי סחירות ואי גודל אשר ישתקפו בתמחור תזרימי המזומנים שהישות מצפה להפיק מהנכס.
- ✓ אומדן של תזרימי המזומנים העתידיים, הן החיוביים והן השליליים, שינבעו משימוש מתמשך בנכס וממימושו הסופי ; וכן
- ✓ יישום שיעור ניכיון (מחיר ההון) מתאים לתזרימי מזומנים עתידיים אלו.



בסיס לאומדן ומדידת תזרימי המזומנים:

✓ ביסוס תחזיות תזרימי המזומנים על הנחות סבירות ומבוססות, המייצגות את האומדן הטוב ביותר של ההנהלה לגבי התחום של התנאים הכלכליים, שישררו במהלך יתרת אורך החיים השימושיים של הנכס.

✓ ביסוס תחזיות תזרימי המזומנים על תקציבים/תחזיות כספיים, העדכניים ביותר, שאושרו ע"י ההנהלה. אמידת תחזיות תזרימי מזומנים לתקופה שמעבר לתקופה, המכוסה ע"י התקציבים/תחזיות העדכניות ביותר, על ידי אקסטרפולציה של אותן תחזיות, תוך שימוש בשיעור צמיחה קבוע או יורד לשנים שלאחר מכן, אשר לא יעלה על שיעור הצמיחה הממוצע לזמן ארוך בענף, במדינה, בשוק בו פועלת החברה.

✓ אומדנים של תזרימי המזומנים העתידיים לא יכללו:

- תזרימי מזומנים חיוביים או שליליים מפעילות מימון;
- תשלומי או תקבולי מיסים על הכנסה;
- אומדן תזרימי מזומנים חיוביים או שליליים החזויים לנבוע משינויים מבניים עתידיים או מהגדלה או שיפור של ביצועי הנכס/יחידה מניבת המזומנים.

לשם היוון תזרים המזומנים העתידי למועד בחינת הצורך בירידת ערך הנכסים, יש לקבוע את מחיר ההון או שיעור הניכיון הממוצע המאפיין את הפעילות הנבחנת. שיעור הניכיון צריך להיות שיעור ניכיון לפני מס המשקף הערכות שוק שוטפות של ערך הזמן של הכסף וכן הסיכונים הספציפיים של הנכס, אשר בגינם לא הותאמו האומדנים של תזרימי המזומנים העתידיים. שיעור הניכיון מחושב באמצעות מודל **Weighted Average Cost Of Capital** -

(WACC), דהיינו, ממוצע משוקלל של מקורות המימון אשר נקבע להלן:

$$WACC=K_e \cdot E/V+K_d \cdot (1-T) \cdot D/V$$

כאשר:

E - הינו שווי האקוויטי של הפעילות במונחי שווי שוק, אשר נקבע באופן איטרטיבי.

D - הינו שווי השוק של החוב הפנקסני.

V - (D+E) - שווי השוק של כלל מקורות המימון של החברה.

K_e - הינו שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי מניות ברמת סיכון דומה.

K_d - הינו מחיר החוב, הנקבע על ידי ממוצע משוקלל של מקורות החוב הפיננסיים של החברה.

T - שיעור המס הסטאטוטורי לטווח ארוך שחל על החברה.

חישוב התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:

$$K_e=R_f+\beta \cdot (R_m-R_f)+P$$



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

Rf - הינו שיעור הריבית חסרת הסיכון. כאומדן לריבית חסרת סיכון ריאלית בישראל השתמשנו בתשואה לפדיון של גליל (אגרת חוב ממשלתית צמודת מדד).

β - מקדם הסיכון היחסי. מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה מסוימת ומבוסס על רמת המתאם בין תשואת ההשקעה עם תשואת שוק ההון כולו. הביטא הינה המדד לסיכון "הסיסטמטי" של החברה.

כאשר מקדם זה גדול מ-1, לעסק רגישות גבוהה לשינויים במצב השוק (קרי, במקרה של מיתון יושפע הענף לרעה יותר מענפים אחרים, ובמקרה של שגשוג יושפע הענף לטובה יותר מענפים אחרים), וכפועל יוצא, שווי העסק רגיש יותר מהמוצע לשינויים במצב השוק.

(Rm-Rf) - הינה פרמיית הסיכון הממוצעת, פרמיה זו נקבעת כהפרש בין תשואת השוק לבין הריבית הריאלית חסרת הסיכון.

P - שיעור תשואה נוסף, המשקף סיכון ספציפי, לרבות, פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר סחירות וגודל.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

3. תיאור הפקעת מפעל החברה על ידי ממשלת סין

ביום 9 באוגוסט, 2017 (להלן - "מועד חתימת ההסכם") חתמו החברה, המלט ורשות מחוז יאנגצ'ונג (בו ממוקם מפעל החברה) על הסכם להקצאת קרקע חדשה עבור החברה והקמת מפעל חדש במחוז יאנגצ'ונג במקום המפעל הקיים. יש לציין כי שטח המפעל החדש הינו בשטח סמוך לשטח המפעל הקיים וזהה בגודלו. ההסכם נחתם בעקבות הוצאה לפועל של תוכניות להרחבת כביש באיזור המפעל והשפעתן על יכולת החברה להרחיב את יכולות הייצור במתקן הנוכחי ולעמוד בדרישות הקיימות והעתידיות לייצור מוצרים אולטרה-נקיים.

על פי ההסכם, בעקבות הפקעת מפעל הייצור הקיים של החברה על ידי הרשויות, ועדת הניהול של איזור הפיתוח הכלכלי במחוז יאנגצ'ונג תשלם לחברה פיצוי בסך של 61.28 מיליון יואן (כ-9 מיליון דולר), בהתאם לסכום הנדרש להקמת מפעל הייצור החלופי, וכן, תמורת המבנים, הציוד, והאובדן הפוטנציאלי של הכנסות עתידיות ועלויות אחרות אשר עשויות להיווצר לאורך תהליך הרחבת הכביש והריסת מתקני החברה.

סכום ההשקעה הכולל להקמת המפעל החדש יעמוד על כ-15 מיליון דולר לכל הפחות, מתוכו כ-9 מיליון דולר תקבל החברה מהממשלה כאמור, ואת היתרה תשקיע החברה (כ-6 מיליון דולר). אופן תשלום פיצוי הממשלה מתחלק לשלוש פעימות של 40% (כ-3.6 מיליון דולר), 40% ו-20% (כ-1.8 מיליון דולר) כאשר הפעימה הראשונה התקבלה ברבעון השלישי לשנת 2017, והפעימה השנייה והשלישית צפויות להתקבל במחצית הראשונה לשנת 2018 ובמועד סיום בניית המפעל החדש הצפוי להסתיים ברבעון הראשון לשנת 2019, בהתאמה. כמו כן, הפעימה השנייה והשלישית מותנות בהשקעה כאמור של כ-6 מיליון דולר כאמור מצד החברה.

בבחינת סכום בר השבה של היחידה בעבודה זו, המבוססת על שווי שימוש, לא באו לידי ביטוי ההשפעות המתוארות לעיל. לעמדת החברה, במפעל הקיים היום במצבו הנוכחי לאחר ההפקעה, קיימות היכולות וכושר הייצור לתמיכה בתחזיות ההכנסות ובתזרימים הנגזרים המתוארים בעבודה זו. לחילופין, באמידת שווי המימוש (שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה), במידת הנדרש, היה נכון להביא לידי ביטוי השקעות אלו ביחד עם הגידול הצפוי בכושר הייצור העתידי ובכניסה לשוק המוליכים למחצה הצפוי להניב לחברה הכנסות ורווחים משמעותיים.

כמתואר לעיל, בעבודה זו לא באו לידי ביטוי ההכנסות מתחום המוליכים למחצה כשם שלא באו לידי ביטוי ההשקעות הנחוצות לחדירה לתחום זה.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

4. הערכת שווי השימוש של היחידה מניבת מזומנים

הערכת שווי השימוש של היחידה מניבת מזומנים, מבוססת על תחזית הכנסות והוצאות תפעוליות עתידיות ועל ההתאמות הדרושות על מנת להסב אותן לתזרים מזומנים תפעולי. תזרים המזומנים של היחידה מניבת מזומנים מבוסס, בין היתר, על הנחות המלט באשר להכנסותיה ולהוצאותיה בשנים הבאות והתאמות שנעשו על ידינו בהתבסס על ניסיונונו כמעריכי שווי.

להלן תחזית תזרים המזומנים של היחידה מניבת המזומנים (אלפי RMB):

T.V	תחזית 2022	תחזית 2021	תחזית 2020	תחזית 2019	תקציב 2018	
3.0%	5.0%	8.0%	8.4%	8.8%	13.3%	צמיחת הכנסות
120,731	117,214	111,633	103,364	95,329	87,650	הכנסות
(63,558)	(61,707)	(58,768)	(54,415)	(49,204)	(45,670)	עלות המכר- בנטרול הפחת
57,173	55,507	52,865	48,949	46,125	41,980	רווח גולמי
47.4%	47.4%	47.4%	47.4%	48.4%	47.9%	שיעור רווח גולמי
(4,233)	(4,109)	(3,990)	(3,873)	(3,761)	(3,651)	הוצאות מחקר ופיתוח
(16,540)	(16,059)	(15,294)	(14,161)	(13,341)	(15,211)	הוצאות מכירה ושיווק
(10,199)	(9,902)	(9,613)	(9,333)	(8,932)	(8,496)	הוצאות הנהלה וכלליות- בנטרול הפחת
(2,000)	(4,675)	(4,475)	(5,476)	(6,610)	(8,364)	הוצאות פחת
24,201	20,762	19,493	16,106	13,481	6,258	רווח תפעולי לפני מס
20.0%	17.7%	17.5%	15.6%	14.1%	7.1%	שיעור רווח תפעולי לפני מס
2,000	4,675	4,475	5,476	6,610	8,364	התאמות בגין פחת
(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	השקעות ברכוש הקבוע
(2,212)	(3,513)	(5,204)	(4,024)	(113)	3,212	התאמות בגין שינויים הון חוזר
21,989	19,924	16,764	15,558	17,978	15,834	תזרים מזומנים תפעולי
60,407	8,973	9,014	9,988	13,781	14,491	תזרים תפעולי מהוון
116,653						סכום בר השבה 31.12.2017



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

4.1. הנחות עבודה עיקריות

4.1.1. ניתוח תוצאות העבר

נתוני שנת 2016 מבוססים על דוחות מבוקרים לשלושת הרבעונים האחרונים לשנת 2016 המנומרים לשנה מלאה, ונתוני שנת 2017 מבוססים על הנתונים בפועל של החברה כפי שנמסרו על ידי הנהלת המלט.

הטבלה שלהלן מציגה את תוצאות החברה בין השנים 2016 - 2017 (אלפי RMB):

בפועל 2017	בפועל 2016	
-10.7%		שיעור שינוי הכנסות
77,373	86,649	הכנסות
(52,745)	(56,931)	עלות המכר
24,628	29,718	רווח גולמי
31.8%	34.3%	שיעור רווח גולמי
הוצאות תפעול:		
(21,783)	(22,975)	הוצאות מכירה ושיווק
(15,016)	(25,411)	הוצאות הנהלה וכלליות
(495)	(208)	הוצאות מו"פ
2,841	2,731	הכנסות (הוצאות) אחרות
(34,453)	(45,864)	סה"כ הוצאות תפעול
(9,825)	(16,146)	רווח (הפסד) תפעולי

בטבלה לעיל ניתן לראות כי בשנת 2017 חלה שחיקה בהכנסות בשיעור של כ- 10.7% בהשוואה לשנת 2016, ירידה ברווח הגולמי לשיעור של כ- 31.8% והפסד תפעולי בסך 9,825 אלפי RMB.

תקציב לשנת 2017 מול בפועל שנת 2017

הטבלה שלהלן מציגה את תקציב ההכנסות והרווח הגולמי לשנת 2017 מול התוצאות בפועל לשנת 2017 (אלפי RMB):

בפועל 2017	תקציב 2017	
-10.7%	9.4%	שיעור שינוי הכנסות
77,373	94,814	הכנסות
(46,539)	(51,705)	עלות המכר (בנטרול פחת והפחתות)
30,834	43,109	רווח גולמי (בנטרול פחת והפחתות)
39.9%	45.5%	שיעור רווח גולמי

מסקירת התוצאות בפועל לשנת 2017 בהשוואה לתקציב לשנה זו עולה כי החברה לא עמדה בכלל התחזיות שהציבה לעצמה בשנת 2017. בתקציב לשנת 2017 צפתה החברה צמיחה של כ- 9.4% בהכנסות בהשוואה לשנת 2016 אשר בפועל הסתכמה בשחיקה כאמור בשיעור של כ-



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

10.7%. הרווח הגולמי אשר תוקצב לשיעור של כ- 45.5% (בנטרול פחת והפחתות) הסתכם בפועל לכ- 39.9% (בנטרול פחת והפחתות), וכן, לחברה נבע הפסד תפעולי בעוד שציפתה לרווח בשנה זו. הנהלת המלט מסרה כי בחודש מרץ, 2017, קיבלה החברה הודעה מהממשלה הסינית על הכוונה להוציא לפועל תוכנית להרחבת כביש באיזור המפעל אשר ישפיע על יכולת הרחבת הייצור של המפעל הקיים, והחלה יחד עם הנהלת המלט במשא ומתן מול ממשלת סין לטובת הקצאת קרקע חדשה עבור החברה והקמת מפעל חדש במחוז יאנגצ'ונג במקום המפעל הקיים (ראה פרק 3). בבניית התקציב לשנת 2017 (בזמן שטרם נודע על כוונות הממשלה להפקעת הקרקע של מפעל החברה) העריכה החברה הכנסות בהיקף של כ- 94,814 אלפי RMB המבטאות כאמור צמיחה של כ- 9.4% בהשוואה לשנת 2016, בפועל, תוצאות שנת 2017 הינן מוטות כלפי מטה, בעיקר מהטעמים הבאים:

- בשנת 2017 מחודש מרץ עד חודש אוגוסט, הנהלת החברה והמלט השקיעו מאמצים ותשומת לב רבה למשא ומתן עם הממשלה ומחוז יאנגצ'ונג. בשל השקעת המשאבים לאפיק זה, תהליך האינטגרציה וההטמעה של החברה כחלק מקבוצת המלט הושפע ישירות. כמו כן, מחודש ספטמבר החלה החברה את הליך התכנון וההנדסה ולכן תהליך האינטגרציה נפגע בשנת 2017.
- במהלך החצי שנה שבה ניהלה החברה משא ומתן עם ממשלת סין, החלו עבודות בכבישים הסמוכים אשר יצרו מגבלות לוגיסטיות משמעותיות ואי נוחות במפעל הקיים.
- מיד לאחר מועד חתימת ההסכם עברה ממשלת סין לשלב השני בתוכנית, החלה בתהליך ההפקעה והרסה את מבנה המשרדים של החברה במפעל הקיים. כתוצאה מכל האמור לעיל, נפגעו יכולות החברה לעמוד ביעדים שתקצבה לעצמה לשנת 2017.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

4.1.2. תחזית לשנים 2018 - 2022

תחזית ההכנסות והרווח הגולמי של החברה לשנים 2018 - 2020 כפי שתפורט להלן מבוססת על תקציב לשנת 2018 שאושר ע"י דירקטוריון החברה, ועל תחזית לשנים 2019 - 2020 אשר אושרה על ידי אנשי הכספים של המלט.

כמו כן, התחזית משנת 2021 ואילך מבוססת על אומדנים שהנחנו בהתאם לשיחות שערכנו עם הנהלת המלט ובהתאם לניסיונונו כמעריכי שווי.

הכנסות

הטבלה שלהלן מציגה את הכנסות החברה בשנות התחזית (אלפי RMB):

הכנסות	2018	2019	2020	2021	2022	T.V
שיעור צמיחה	13.3%	8.8%	8.4%	8.0%	5.0%	3.0%
הכנסות	87,650	95,329	103,364	111,633	117,214	120,731

תקציב לשנת 2018 ותחזית לשנים 2019 - 2020

בין השנים 2018 - 2020 צופה החברה צמיחה שנתית ממוצעת (CAGR) בשיעור של כ- 10.1% בשנה.

בתקציב לשנת 2018 צופה החברה צמיחה בהכנסות בשיעור של כ- 13.3% בהשוואה לשנת 2017, אשר נובעת מהמשך הפעילות השוטפת של החברה במפעל הקיים (לאחר הריסת מבנה המשרדים), וללא המגבלות הלוגיסטיות כאמור שנוצרו כתוצאה מהעבודות בכביש הסובב למפעל שהפריעו לפעילות השוטפת של החברה בשנת 2017. מהנהלת המלט נמסר כי חשוב לציין שיכולת הייצור של החברה לא נפגעה ולא עתידה להיפגע כתוצאה מהקמת המפעל החדש וכי הנהלת החברה בדעה שיכולות הייצור הקיימות תומכות בתזרים החזוי.

יתר מכן, ניתן לראות כי היקף ההכנסות הצפויות לשנת 2018 (87,650 אלפי RMB) הינו נמוך מכפי שצפתה החברה בתקציב לשנת 2017 (94,814 אלפי RMB). הנהלת המלט מסרה כי ההיקף הגבוה של ההכנסות שתוקצב לשנת 2017 כלל הנחה של שינוי בדרך פעולת החברה לרבות השלמת תהליך האינטגרציה, מימוש סינרגיות תוך שינוי בשיטות ההפצה והתמקדות בסגמנטי המכירה הרווחיים (ראה להלן לעניין תחום המגשים) ולהתמקד נטו בפעילות הטמעתה כחלק מקבוצת המלט, כאשר בפועל, עקב התוכנית להרחבת הכביש ולהפקעת שטח בנין המשרדים, נאלצה החברה לדחות את יישום תוכניתיה, כמתואר בחוות הדעת.

בתחזית לשנת 2019 צופה החברה צמיחה בשיעור של כ- 8.8% בהשוואה לשנת 2018, הודות לכך שהחברה תממש את תוכניתיה, תוכל לעבוד בצורה יעילה יותר, לממש את תהליכי האינטגרציה והסינרגיה בצורה טובה יותר ולהתמקד נטו בפעילות הטמעתה כחלק מקבוצת המלט, וכן, בפיתוח פלטפורמות ניהול מתאימות שיתמכו בצמיחה בשנת 2019.



Pulvernisi Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

כמו כן, בהתאם לאמור לעיל, החברה צופה כי בשנת 2020 תחול צמיחה בהכנסות בשיעור של כ- 8.4% בהשוואה לשנת 2019, הודות לשינוי בשדרת הניהול והבשלת תהליך שינוי אסטרטגיית השיווק שהחברה החלה בשלהי שנת 2017 כאמור.

כאמור בפרק 1, החברה פועלת בתחום התעשייה התהליכית ומייצרת בעיקר ברזים ומחברים לחברות הפועלות בסין בתחום האנרגיה הגרעינית, נפט וגז ותחומי תעשייה נוספים.

נכון למועד הערכת השווי, פועלת החברה בשני סגמנטים עיקריים:

1- Valves and Fittings - שסתומים ומחברים תעשייתיים וגרעיניים (להלן - "שסתומים ומחברים").

2- Trays - רכיבי תשתית להובלת צנרת וכבלי חשמל לתעשייה התהליכית (להלן - "מגשים").

הטבלה שלהלן מציגה את פילוח הכנסות החברה בתחזית השנים 2018 - 2020 לפי הסגמנטים השונים (אלפי RMB):

תחזית 2020	תחזית 2019	תקציב 2018	
38,587	36,060	21,763	שסתומים ומחברים גרעיניים
37.3%	37.8%	24.8%	שיעור מההכנסות
52,825	48,875	36,090	שסתומים ומחברים תעשייתיים
51.1%	51.3%	41.2%	שיעור מההכנסות
11,952	10,393	29,797	מגשים
11.6%	10.9%	34.0%	שיעור מההכנסות
103,364	95,329	87,650	סה"כ הכנסות

בטבלה לעיל ניתן לראות כי בסגמנט השסתומים והמחברים צפויה צמיחה לאורך השנים 2018-2020, בעוד שבסגמנט המגשים צפויה ירידה משמעותית כאשר שיעור המכירות מההכנסות יורד מכ- 34% בשנת 2018 לכ- 10.9% בשנת 2019 ומתייצב על שיעור של כ- 11.6% בשנת 2020. שיעור המכירות בסגמנט המגשים מסך ההכנסות צפוי לרדת בשל החלטה אסטרטגית שקיבלה הנהלת החברה וזאת עקב רווחיות נמוכה בסגמנט זה (ראה פירוט נוסף להלן)³.

בזאת יש לציין כי בכל סגמנט המפורט לעיל, מוכרת החברה באמצעות שתי מחלקות שונות, כאשר המחלקה הראשונה (להלן - "מחלקה 1") מוכרת את המוצרים באמצעות סוכני המכירות של החברה, והמחלקה השנייה (להלן - "מחלקה 2") אשר מעסיקה סוכני מכירות חיצוניים עצמאיים שמקבלים עמלות עבור מכירות מוצרי החברה.

³ נכון למועד חוות הדעת, תהליך השינוי האסטרטגי בתמהיל המכירות המתואר לעיל, הוחש וכתוצאה ממנו צפויות מכירות המגשים בשנת 2018 להיות נמוכות מהתקציב, וכפועל יוצא צפויה הרווחיות התפעולית של החברה להשתפר.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

הטבלה שלהלן מציגה את פילוח הכנסות החברה בתחזית השנים 2018 - 2020 לפי המחלקות השונות (אלפי RMB):

תחזית	תחזית	תקציב	הכנסות
2020	2019	2018	
80,236	73,094	44,488	מחלקה 1
77.6%	76.7%	50.8%	שיעור מההכנסות
11,920	12,046	35,011	מחלקה 2
11.5%	12.6%	39.9%	שיעור מההכנסות
11,208	10,189	8,151	קבלנות משנה- המלט
10.8%	10.7%	9.3%	שיעור מההכנסות
103,364	95,329	87,650	סה"כ הכנסות

בטבלה לעיל ניתן לראות כי קיימת צמיחה במכירות של מחלקה 1 לאורך השנים 2018 - 2020 כאשר בשנת 2018 המכירות על ידי מחלקה 1 מהוות כ- 50.8% מההכנסות וצומחות לכ- 77.6% מההכנסות בשנת 2020, וזאת בהשוואה לשיעור המכירות של מחלקה 2 מסך ההכנסות אשר יורד משמעותית משיעור של כ- 39.9% בשנת 2018 לשיעור של כ- 12.6% וכ- 11.5% בשנים 2019 ו- 2020 בהתאמה. הנהלת המלט מסרה כי החברה שואפת לצמצם ככל הניתן את פעילות מחלקה 2 לאורך שנות התחזית עקב רווחיות נמוכה שנוצרת לחברה מתשלומי עמלות מכירה גבוהים לסוכנים של המחלקה, וכן, צופה לסגור בשנת 2019 את פעילות מחלקה 2 בסגמנט המגשים. יותר מכך, החברה מתכננת לשנות את אסטרטגיית השיווק שלה אשר נשענה עד כה על מכירות הסוכנים החיצוניים של מחלקה 2, כך שתגייס סוכני מכירות חדשים למחלקה 1 ותגדיל את היקף המכירות ממחלקה זו בשני הסגמנטים (ראה בנוסף הוצאות מכירה ושיווק).

כמו כן, במהלך שנת 2016 החלה החברה לייצר מוצרים בקבלנות משנה עבור קבוצת המלט. לטובת כך, הושקעו משאבים טכנולוגיים ואחרים בהעברת ידע, הקניית דפוסי עבודה ואיכות ברמות הנדרשות למוצרי הקבוצה. ניתן לראות כי החברה צופה צמיחה מתונה במכירות בתחום זה לאורך השנים 2018 - 2020. סכומי קבלנות המשנה בתחזית תזרים המזומנים מייצגים את הרווח הצפוי להמלט כתוצאה מייצור בחברה וזאת חלף ייצור במפעל המלט ו/או קבלני משנה חיצוניים לפי העניין. ההכנסות מקבלנות המשנה הינם על בסיס עלות בתוספת 8%.

בחוות דעתנו קיבלנו את הנחות החברה באשר למגמות הצמיחה. כמו כן, הנחנו כי שיעור צמיחת הכנסות החברה ירד משיעור של 8.4% בשנת 2020 עד להתייצבות על שיעור צמיחה פרמננטי של 3% בשנה המייצגת.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

רווח גולמי ועלות המכר

הטבלה שלהלן מציגה את פילוח עלות המכר של החברה בתקציב לשנת 2018 ולשנים 2019 - 2020 (אלפי RMB):

עלות המכר	2020	2019	2018
חומרי גלם	40,253	37,508	41,800
שכר ונלוות	7,560	8,236	9,588
קבלני משנה	4,378	3,980	3,184
אחזקת ציוד	339	308	280
רכיב פיצוי	-	(2,710)	(11,062)
עלויות קבועות	1,885	1,882	1,879
סה"כ עלות המכר (ללא פחת)	54,415	49,204	45,670
שיעור עלות המכר	52.6%	51.6%	52.1%

עלות המכר בתקציב לשנת 2018 ולשנים 2019 - 2020 כוללת בעיקר חומרי גלם, שכר ונלוות, וקבלני משנה. התקציב לשנת 2018 משקף שיפור ברווח הגולמי (ללא פחת) משיעור של כ- 39.9% בשנת 2017 לשיעור של כ- 47.9% בשנת 2018. על פי הנהלת המלט כאמור, תוצאות שנת 2017 אינן מייצגות עבור שנות התחזית (ראה פרק תקציב לשנת 2017 מול בפועל שנת 2017).

בטבלה לעיל ניתן לראות כי בשנת 2019 צפוי הרווח הגולמי לעמוד על שיעור של כ- 48.4%. הנהלת המלט מסרה כי אין צפי לשינוי מהותי בשיעור הרווח הגולמי בהשוואה לשנת 2018 וזאת מכמה סיבות המקוזות אחת את השנייה כמפורט להלן:

- כחלק מההסכם שנחתם עם ממשלת סין, לחברה מגיע פיצוי רבעוני בסך 2.7 מיליון RMB לטובת תמיכה בעלויות נלוות הנגרמות לה כתוצאה מהליך ההפקעה, שתקבל עד שתשלים את המעבר למפעל החדש. מכיוון שהחברה צפויה להשלים את המעבר ברבעון הראשון לשנת 2019, בתחזית עלות המכר לשנת 2019 נכלל פיצוי בגין רבעון אחד בלבד לעומת שנת 2018 בה התקבלו הפיצויים לאורך כל השנה.
- כתוצאה משינוי תמהיל המכירות בשנת 2019, יורד שיעור חומרי הגלם מהמכירות מכ- 48% בשנת 2018 לכ- 39% בשנת 2019.
- בשנת 2019 צפוי קיטון בעלויות השכר והנלוות, עקב צמצום צפוי של כ- 20 עובדי ייצור, כתוצאה מהסיבות שלהלן:
- שינוי תמהיל המכירות- בעקבות סגירת פעילות מחלקה 2 בסגמנט המגשים כאמור, צפוי קיטון משמעותי בייצור המגשים, ובהתאם יקטנו עלויות שכר העבודה בגין פעילות המגשים.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

- תהליך התייעלות- בסוף שנת 2017 נרכשו מכונות חדשות משודרגות ומשוכללות יותר שלא מצריכות אותו יחס עובד למכונה בהשוואה למכונות הקיימות במפעל ערב רכישת מכונות אלו.

- תהליך פרישה של עובדים בגיל הפנסיה- נכון למועד הערכת השווי יש כ- 17 עובדים בחברה שהינם אחרי גיל הפרישה, החברה לא מתכננת להעסיק עובדים חדשים חלף העובדים הפורשים

כתוצאה מההשפעות המקזזות שתוארו לעיל, צפוי שיעור הרווח הגולמי (ללא פחת) בשנת 2019 להסתכם לשיעור של כ- 48.4%.

כמו כן, ניתן לראות כי בשנת 2020 צפויה ירידה בשיעור הרווח הגולמי משיעור של כ- 48.4% בשנת 2019 לשיעור של כ- 47.4%. מהנהלת המלט נמסר כי מצד אחד כאמור, בשנת 2019 נכלל בעלות המכר פיזי רבעוני מהממשלה בסך של כ- 2.7 מיליון RMB שתקבל עד שתשלם את המעבר למפעל החדש, ומכיוון שהמעבר צפוי להתרחש ברבעון הראשון לשנת 2019, בשנת 2020 לא נכלל רכיב הפיזי בעלות המכר. מצד שני, מסרה הנהלת המלט כי צפוי קיטון נוסף בעלויות השכר והנלוות בשנת 2020 בעקבות צפי לפרישה של כ- 10 עובדי ייצור בשנה זו. כתוצאה משתי ההשפעות המקזזות שתוארו לעיל צפוי שיעור הרווח הגולמי (ללא פחת) בשנת 2020 להסתכם לשיעור של כ- 47.4%.

הטבלה שלהלן מציגה את שיעור הרווח הגולמי של החברה לאורך שנות התחזית (אלפי RMB):

T.V	2022	2021	2020	2019	2018	רווח גולמי
47.4%	47.4%	47.4%	47.4%	48.4%	47.9%	שיעור רווח גולמי
57,173	55,507	52,865	48,949	46,125	41,980	רווח גולמי (ללא פחת)

החל משנת 2021 ואילך הנחנו בחוות דעתנו כי הרווח הגולמי יתייצב על שיעור של כ- 47.4% בהתאם לשיעור הרווח הגולמי החזוי לשנת 2020.

הוצאות תפעול

הוצאות מחקר ופיתוח

הוצאות מחקר ופיתוח כוללות בעיקר שכר עבודה ונלוות. הוצאות המחקר והפיתוח בשנת התקציב 2018 מבוססות על תכנית העבודה שמסרה הנהלת המלט בהקשר עם כלל הפעילות הצפויה ומהווה כ- 4.2% מסך המכירות הצפויות בשנת 2018. בחוות דעתנו אמדנו את הוצאות המחקר והפיתוח בשנת 2018 בהתאם לתקציב שמסרה הנהלת המלט והחל משנת 2019 ואילך נאמדו ההוצאות לפי שיעור גידול של 3% בשנה.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

הוצאות מכירה ושיווק

הוצאות המכירה והשיווק כוללות בעיקר עלויות שכר ונלוות, עלויות בגין נסיעות ובידור ועלויות בגין עמלות ובונסים. הוצאות המכירה והשיווק כפי שנאמדו בתקציב החברה לשנת 2018 ובתחזית לשנים 2019 - 2020 מהוות כ- 17.4%, כ- 14% וכ- 13.7% מההכנסות הצפויות בשנים אלו, בהתאמה. הנהלת המלט מסרה כי הירידה בשיעור ההוצאות נובעת משינוי אסטרטגיית השיווק של החברה כאמור, ומהקטנת פעילות מחלקה 2 המאופיינת בעלויות גבוהות בגין עמלות ובונסים. בחוות דעתנו אמדנו את הוצאות המכירה והשיווק בשנים 2018 - 2020 בהתאם לתחזית שמסרה הנהלת המלט, ומשנת 2021 ואילך נאמדו ההוצאות לפי גמישות בשיעור של 100% מההכנסות.

הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות הנהלה וכלליות (ללא פחת) כוללות בעיקר הוצאות שכר עבודה ונלוות, הוצאות בגין נסיעות והוצאות אחרות. בחוות דעתנו אמדנו את הוצאות הנהלה וכלליות בשנים 2018 - 2020 בהתאם לתחזית שמסרה הנהלת המלט, והחל משנת 2021 ואילך נאמדו ההוצאות לפי שיעור גידול של 3% בשנה.

הוצאות פחת

הוצאות הפחת לאורך שנות התחזית נאמדו בהתבסס על הוצאות הפחת הצפויות בגין רכוש קבוע קיים, נכון למועד הערכת השווי.

התאמות

פחת והשקעות הוניות

בהתאם להנחיות IAS 36, כפי שפורטו במתודולוגיה, תזרימי המזומנים העתידיים נאמדים עבור היחידה מניבת המזומנים במצבה הנוכחי, ולכן שווי השימוש כולל אך ורק תזרימי מזומנים שליליים הדרושים על מנת לשמר את היחידה במצבה הנוכחי. כמו כן, מגן המס בגין עודף הוצאות הפחת על ההשקעות ההוניות החל משנת 2023 ועד לשנת 2045 הובא לידי ביטוי בחישוב שיעור ההיוון לפני מס.

יש לציין, כי תזרים המזומנים לפיו נבנו התחזיות אינו לוקח בחשבון השקעות עתידיות או את ההכנסות בגין אותן השקעות, ולכן השקעות אלו לא נכללו גם בחישובי הפחת. כמו כן, החברה מסוגלת לייצר את תזרים המזומנים החזוי במפעל הקיים כיום.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

שינויים בהון חוזר

הטבלה שלהלן מציגה את מדיניות האשראי של החברה בפועל בשנת 2017, בתקציב לשנת 2018 ובתחזית לשנים 2019 - 2020 (אלפי RMB):

2020	2019	2018	2017	מדיניות אשראי
78,129	73,693	74,764	77,076	לקוחות
276	282	311	364	ימי לקוחות
25,064	23,565	23,370	24,600	ספקים
168	175	187	193	ימי ספקים
11,983	10,897	9,517	11,646	מלאי
80	81	76	91	ימי מלאי
103,364	95,329	87,650	77,373	מכירות
54,415	49,204	45,670	46,539	עלות המכר (ללא פחת)
65,048	61,024	60,911	64,123	הון חוזר, נטו
4,024	113	(3,212)	-	שינויים בהון חוזר

אשראי לקוחות- יתרות הלקוחות של החברה בשנת התקציב 2018 ובשנים 2019 - 2020 נאמדו בהתאם לתחזית ימי הלקוחות של החברה כפי שמסרה הנהלת המלט. על פי הנהלת המלט, השיפור במדיניות אשראי הלקוחות לאורך השנים, כפי שניתן לראות בטבלה לעיל, נובע מכך שהחל משנת 2017 החברה משקיעה מאמץ רב בתהליך הגבייה מהלקוחות, וכן, גייסה מנהל מכירות על מנת לשפר את הקשר עם הלקוחות ולדאוג לתהליכי גבייה מסודרים. החל משנת 2020 נאמדה יתרת הלקוחות בהתאם למדיניות אשראי של כ- **276** ימים בשנה.

אשראי ספקים- יתרות הספקים של החברה בשנת התקציב 2018 ולאורך השנים 2019 - 2020 נאמדו בהתאם לתחזית ימי הספקים של החברה כפי שמסרה הנהלת המלט. על פי הנהלת המלט, הקיטון בימי הספקים לאורך השנים, כפי שניתן לראות בטבלה לעיל, נובע כתוצאה משינוי תמהיל המכירות בתקציב לשנת 2018 כאשר ישנו צמצום משמעותי במכירות דרך מחלקה 2 כאמור. תנאי האשראי אל מול הספקים של מחלקה 2 הינם נוחים יותר, לכן השינוי בתמהיל המכירות גורר קיטון בימי האשראי מכיוון שימי האשראי של הספקים האחרים הינם נוחים פחות. החל משנת 2020 נאמדה יתרת הלקוחות בהתאם למדיניות אשראי של כ- **168** ימים בשנה.

מלאי- יתרות המלאי של החברה בשנת התקציב 2018 ולאורך השנים 2019 - 2020 נאמדו בהתאם לתחזית ימי המלאי של החברה כפי שנשלחה על ידי הנהלת המלט. על פי הנהלת המלט, יתרת המלאי הגבוהה בשנת 2017 נובעת מפרויקט נקודתי שהחברה תספק בתחילת שנת 2018. כמו כן, בשנת 2019 צפוי גידול בימי המלאי בהתאם לשינוי בתמהיל המכירות. החל משנת 2020 נאמדה יתרת המלאי בהתאם למדיניות אשראי של כ- **80** ימים בשנה.



מיסים על הכנסה

בהתאם להנחיות IAS 36 (סעיף 51), כפי שפורטו במתודולוגיה, שווי השימוש מחושב על בסיס תזרימי המזומנים לפני השפעת המס. השפעת המס מגולמת דרך מחיר ההון (ראה הסבר להלן).

מחיר ההון

מחיר ההון נקבע בהתאם למודל ה- **Weighted Average Cost Of Capital**, (להלן - **WACC**), דהיינו, ממוצע משוקלל של מקורות המימון אשר נקבע להלן:

$$WACC = K_e * E/V + K_d * (1 - T) * D/V$$

כאשר:

D/V - הינו היחס המייצג בין השווי הכלכלי של החוב לבין סך מקורות המימון של החברה. שיעור המינוף של החברה לטווח הארוך נאמד בהתבסס על ממוצע רמת המינוף של חמש חברות בעלות תחום פעילות דומה לחברה. להלן המדגם:

חברה	D/V
Essen Tech Co. Ltd.	14.64%
Mueller Water Products, Inc.	19.48%
Arita Prima Indonesia Tbk	39.06%
Ham-Let (Israel-Canada) Ltd.	2.73%
STO Express Co, Ltd.	0.00%
ממוצע	15.18%

רמת המינוף אשר שימשה אותנו בחישובינו הינה **15.18%**.

$$(D+E) = V - \text{שווי השוק של כלל מקורות המימון של החברה.}$$

Kd - מחיר החוב של החברה לטווח הארוך אשר נאמד בכ- 7%, התבסס על מחיר החוב שמשלמת החברה נכון למועד הערכת השווי.

T - שיעור המס לטווח ארוך שחל על החברה.

שיעור המס אשר שימש אותנו בחישובינו הינו **25%**.

Ke - הינו שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי מניות ברמת סיכון דומה.

חישוב שיעור התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + P \quad \text{כאשר:}$$

Rf - אמדנו את שיעור הריבית חסרת סיכון בכ- **3.91%** בהתאם לתשואות על אגרות חוב ממשלתיות לטווח הארוך (10 שנים) של סין.

βu - ה- β הלא ממונפת משקפת את תשואת המניה ביחס לתשואת השוק ומחושבת באופן דומה לביטא הממונפת בנטרול השפעת ההון הזר, והמס, על תשואת המניה ביחס לתשואת



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

השוק, כאמור לעיל. ה - β הלא ממונפת נאמדה בהתבסס על מדגם של שלוש חברות בעלות תחום פעילות דומה לחברה⁴.
להלן המדגם:

חברה	β_u
STO Express Co, Ltd.	1.16
Mueller Water Products, Inc.	1.14
Ham-Let (Israel-Canada) Ltd.	1.17
ממוצע	1.16

Implied β - בחישוב ה- β המשתמעת (Implied Leveraged Beta), יש להוסיף ל- β_u הממוצעת של חברות המדגם, את השפעת המינוף והמס הספציפיים של החברה. להלן המשוואה באמצעותה נטרלנו את השפעת ההון הזר:

$$\beta_i = \beta_u * (D/E * (1-T) + 1)$$

ה - β_i (ביטא משתמעת) של החברה הינה **1.31**.

Rm-Rf - פרמיית הסיכון נאמדה בכ - **5.89%**, בהתאם לפרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הסיני.

P - שיעור תשואה נוסף, המשקף סיכון ספציפי, לרבות, פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר גודל. פרמיית הסיכון שנלקחה בחישובינו הינה **5.59%**, וזאת בהסתמך על מחקרם של Duff & Phelps ובהסתמך על ניסיונו כמעריכי שווי.

בהתאם לפרמטרים אלו, מחיר ההון הינו **15.42%** כמפורט בטבלה הבאה:

פרמטר	שיעור שנלקח בחוות הדעת	פירוט / הסבר
β	1.16	בהתאם למדגם חברות בעלות אופי פעילות דומה לחברה
β_i	1.31	חישוב הביטא המשתמעת של החברה
Rf	3.91%	שיעור הריבית חסרת הסיכון בהתבסס על התשואה לפידיון של אגרות חוב של ממשלת סין לטווח ארוך
(Rm-Rf)	5.89%	פרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הסיני
P	5.59%	בהסתמך על ניסיונו כמעריכי שווי ועל מחקרם של Duff & Phelps
Ke	17.24%	
Kd	7.00%	מחיר החוב שמשלמת החברה לטווח הארוך
D/V	15.18%	שיעור המינוף של חברות המדגם אשר שורר במועד הערכת השווי
E/V	84.82%	
T	25.00%	שיעור המס בסין בטווח הארוך
WACC	15.42%	

⁴ הביטא של החברות Essen Tech Co. Ltd ו-Arita Prima Indonesia Tbk איננה מובהקת ולכן לא נכללה בחישוב.



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מאחר שהתקן מורה לאמוד את תזרימי המזומנים לפני מס, מחיר ההון צריך להיות מחיר ההון לפני מס. לכן הואיל והבסיס ששימש לאומדן מחיר ההון הוא אחרי מס (כפי שמתואר במקרה דנן), התאמנו אותו על מנת שיישקף את מחיר ההון לפני מס. ההתאמה בוצעה בדרך של איטרציה (או חתירה למטרה), כך שמחיר ההון ישקף את אותו השווי שהיה מתקבל לו המס היה נלקח בחשבון ומהוון לפי ה - WACC אחרי מס.
מחיר ההון המתוקנן לאחר ההתאמה הינו - **19.39%**.

שיעור צמיחה פרמננטי

לצורך חישוב ערך השייר נלקח שיעור צמיחה פרמננטי של כ - 3%.

4.2. ניתוח רגישות

הטבלה הבאה מציגה ניתוח רגישות של סכום בר ההשבה של היחידה מניבת המזומנים ביחס למחיר ההון ושיעור הצמיחה הפרמננטי (אלפי ש"ח):

שיעור צמיחה פרמננטי					
2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	
127,823	130,153	132,645	135,316	138,187	17.39%
120,047	122,020	124,122	126,365	128,763	18.39%
113,180	114,865	116,653	118,553	120,577	19.39%
107,074	108,523	110,055	111,678	113,400	20.39%
101,610	102,864	104,186	105,582	107,058	21.39%

מחיר
ההון



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

5. הרכב היחידה מניבת המזומנים

הטבלה שלהלן מפרטת את מרכיבי היחידה מניבת המזומנים ליום 31 בדצמבר, 2017 (אלפי RMB):

31/12/2017	
נכסים שוטפים	
77,076	לקוחות
6,789	חייבים ויתרות חובה
11,646	מלאי
95,511	סה"כ
נכסים לא שוטפים	
47,568	רכוש קבוע
1,355	חייבים אחרים לטווח ארוך
20,035	נכסים בלתי מוחשיים, נטו
18,295	מוניטין
87,254	סה"כ
182,765	סה"כ נכסים
התחייבויות שוטפות	
9,330	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
79,717	זכאים ויתרות זכות
89,047	
93,718	סה"כ הרכב יחידה מניבת מזומנים

6. סיכום ממצאים

הטבלה שלהלן מציגה את סכום בר השבה של היחידה מניבת המזומנים בהתאם למודל ה-DCF, בהשוואה לערכה בספרים ליום 31 בדצמבר, 2017 (אלפי RMB):

ריכוז ממצאים	
116,653	סכום בר השבה
93,718	ערך בספרים
-	

סכום בר השבה של היחידה מניבת המזומנים לתאריך 31 בדצמבר, 2017 הינו 116,653 אלפי RMB, הערך בספרים של היחידה מניבת המזומנים הינו 93,718 אלפי RMB, לפיכך אין צורך לבצע ירידת ערך למוניטין.