



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

בחינת הצורך בירידת ערך נכסים -

פיסיבי טכנולוגיות

ליום 31 בדצמבר, 2017

פיסיבי טכנולוגיות בע"מ

פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ

בית ערן הדר, רחוב בצלאל 3, רמת גן 5252103 | טלפון: 03-7529000 | פקס: 03-7529002 | www.pbb.co.il



26 מרץ, 2018

רונן שלא, סמנכ"ל כספים
פיסיבי טכנולוגיות בע"מ

מר שלא הנכבד,

חברת פולברניס ברקת בן יהודה בע"מ, לשעבר: דה-קלו בן-יהודה ושות' בע"מ, (להלן - "מעריך השווי") נתבקשה על ידי פיסיבי טכנולוגיות בע"מ (להלן - "החברה") לבחון את הצורך בהכרה מהפסד ירידת ערך נכסים 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 החברה, באשר לתחזיות תזרימי מזומנים ואומדנים נוספים אחרים.

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

חוות דעת זו נערכה על מנת לסייע להנהלת החברה בבחינת הצורך בהכרה בהפסד מירידת ערך נכסים, 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 ועל תחזיות שהתקבלו מהנהלת החברה באמצעות דיונים, אשר ערכנו עם עובדים בכירים ונושאי משרה אחרים בחברה בהתבסס על מיטב ידיעתם וניסיונם. 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.

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/ו 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.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

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.

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

מוסכם בין מעריך השווי לחברה כי למעט במקרים בהם ייקבע על ידי בית המשפט שמעריך השווי פעל ברשלנות רבתי או בזדון, לא יישא מעריך השווי בכל אחריות כלפי החברה או לחילופין כלפי צד שלישי. החברה מתחייבת לשפות את מעריך השווי בקשר עם כל פיצוי, אשר עולה על פי שלוש מגובה שכר הטרחה שישולם ע"י החברה 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, בעלי מניותיהן או צדדים קשורים להן, כמוגדר בדין או בפסיקה ולא מתקיימת בנו כל תלות או זיקה אליהם או לצדדים קשורים אליהם כהגדרתם בחוק החברות.

אנו מעריכים את ההזדמנות לסייע לכם לבחון את הצורך בהכרה מהפסד ירידת ערך נכסים. במידה שדרושות לכם הבהרות בנוגע לכל אחד מהנושאים הכלולים בחוות דעתנו, או כל מידע נוסף, נשמח להרחיבה במידה שתידרש לכם.

ריכוז ממצאים (אלפי ש"ח):

ריכוז ממצאים	
233,510	סכום בר השבה
181,226	ערך בספרים
-	הפחתה נדרשת



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 ומכשירים 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. מחזיק 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 בינלאומית ואמריקאית.
- רו"ח פולברניס עבד מספר שנים בתחום הביקורת, בתחום הייעוץ הכלכלי ובמחלקת מיזוגים ורכישות במשרד רו"ח קסלמן את קסלמן (PricewaterhouseCoopers), ובמהלכן היה שותף בליווי עסקאות משמעותיות במשק הישראלי.

רו"ח ערן ברקת - שותף מנהל

- בעל תואר B.A בכלכלה עם התמחות בחשבונאות מאוניברסיטת בן גוריון. מחזיק רישיון ישראלי לראיית חשבון.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

- 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 בינלאומית ואמריקאית (IFRS; US-GAAP).
- רו"ח ברקת עבד מס' שנים בפירמת החשבונאות הבינלאומית Ernest&Young (E&Y) כמנהל בתחום ביקורת, במהלכן 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

7	רקע	.1
7	פעילות החברה	.1.1
7	תחום הפעילות	.1.2
8	מוצרים ושירותים	.1.3
10	שוק	.1.4
10	תחרות	.1.5
11	מתודולוגיה	.2
14	הערכת סכום בר השבה	.3
14	שווי מימוש פעילויות החברה	.3.1
16	שווי הוגן קבוצת היחידות המניבות מזומנים	.3.2
17	תמצית הערכת שווי השימוש	.4
17	שווי השימוש של פיסבי טכנולוגיות בשיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים	.4.1
25	ניתוח רגישות	.4.2
25	הרכב יחידה מניבת המזומנים, פיסבי טכנולוגיות	.4.3
26	ריכוז ממצאים	.5
26	סיכום ממצאים	.6



1. רקע

החברה התאגדה בשנת 1993 כחברה פרטית ובשנת 2004 הנפיקה החברה את מניותיה בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ והפכה להיות ציבורית. החברה עוסקת בייצור, מכירה ושיווק של כרטיסים אלקטרוניים ומערכות אלקטרוניות המיועדות לתעשיות האלקטרוניקה הצבאיות, הרפואיות והאזרחיות המתוחכמות, בעיקר ללקוחות מהשוק המקומי אשר עיקר תוצרתם מיועדת ליצוא.

מאז הקמתה נמצאת החברה בשליטה של חברת פריורטק בע"מ (לשעבר פי.סי.בי בע"מ) שמניותיה נסחרות בבורסה. שיעור האחזקה הנוכחי של פריורטק בחברה עומד על כ- 70%.

1.1 פעילות החברה

החברה עוסקת כאמור בתחום הכרטיסים האלקטרוניים והמערכות האלקטרוניות כאשר פעילותה כוללת ייצור מעגלים מודפסים והרכבה של רכיבים אלקטרוניים על מעגלים מודפסים. מעגל מודפס הינו מעגל חשמל "ערום" עליו יורכבו רכיבים אלקטרוניים. כרטיס אלקטרוני הינו מעגל מודפס הכולל הרכבת רכיבים אלקטרוניים. מערכת אלקטרונית הינה מספר כרטיסים אלקטרוניים המשולבים ביחד.

החברה מתמחה בייצור סדרות קטנות ובינוניות של מעגלים מודפסים מתוחכמים ואיכותיים במועדי אספקה קצרים, העומדים בדרך כלל על תקופה של עד 4 שבועות, אולם, לפי דרישת הלקוח ביכולתה של החברה לספק הזמנה בפחות משבוע, כאשר התמחור נעשה באופן ספציפי לכל הזמנה על פי מאפייניה.

כמו כן, מתמחה החברה בהרכבה של רכיבים אלקטרוניים ובייצור מוצרים ומכלולים (מספר כרטיסים אלקטרוניים המשולבים לכדי מערכת אחת) בשיטת ה-Turn Key (להלן - "TK"), שבה היא רוכשת על חשבונה את הרכיבים, כולל המעגל המודפס, על פי מפרטים של הלקוח, ומספקת ללקוח כרטיס אלקטרוני מורכב או מכלול שלם של המוצר המשובץ אלקטרוניקה (כגון מוצרים צבאיים, רפואיים ומוצרי RF (Radio Frequency)), תוך התמקדות בפרויקטים בעלי מורכבות גבוהה ודרישות איכות מחמירות.

1.2 תחום הפעילות

כאמור לעיל, החברה עוסקת בייצור, מכירה ושיווק של כרטיסים אלקטרוניים ומערכות אלקטרוניות, המתאפיינים בכמויות קטנות ובינוניות ובמועדי אספקה קצרים.

אופן הפעילות בשוק המוצרים המשובצים אלקטרוניקה הוא למסור בקבלנות, בדרך של מיקור חוץ (OUTSOURCING), את ייצור ואספקת המערכות האלקטרוניות, הכוללות מעגל מודפס עליו



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מורכבים ומחוברים ביניהם הרכיבים האלקטרוניים השונים, כולל הרכבתו ובדיקתו לכדי מכלול שלם. בדרך כלל, יצרן האלקטרוניקה מוסר את העבודה בשיטת TK.

שוק המוצרים המשובצים אלקטרוניקה מתפתח במהירות רבה ונעשה מתוחכם יותר. כל התפתחות ושינוי בשוק זה ובמוצר הסופי גוררים שינוי בכרטיס האלקטרוני ומכאן השינוי במעגל המודפס. כאשר נקבעה התצורה הסופית של הכרטיס - מהירות ייצורו, רכש הרכיבים וההרכבה, הם קריטיים לגמר הפיתוח והיציאה המוקדמת לשוק כדי להשיג מחירים גבוהים יותר למוצר, שכן עם כניסתם של מתחרים חלה ירידה במחיר המוצרים. לפיכך, משך חיי המוצרים האלקטרוניים הוא קצר ביותר (עד לכניסה של דגם מתקדם יותר), ומכאן שיצרן האלקטרוניקה מייחס חשיבות רבה לקבלת הכרטיסים האלקטרוניים, גם המתוחכמים ביותר, במהירות, באמינות ובכמות הנדרשת.

חלק ניכר מהלקוחות מחזיקים כיום רמות מלאי נמוכות, דבר הגורם להם לדרוש מספקיהם בתחום האלקטרוניקה מועדי אספקה קצרים.

נכון למועד הדוח, להערכת החברה, הינה היחידה בישראל בעלת יכולת כוללת של ייצור מעגלים מודפסים וביצוע הרכבת מערכות תחת קורת גג אחת, החל משלב תכנון המעגל ועד הרכבת ובדיקת המוצר הסופי. להערכת החברה, יכולת כוללת זו מעניקה לה יתרון ייחודי בקרב לקוחות אשר מימד הזמן בפיתוח הכרטיסים האלקטרוניים הוא קריטי עבורם, בהיבט של בחינה ויציאה מהירה עם מוצרים חדשים לשוק.

1.3. מוצרים ושירותים

כללי

כל מערכת אלקטרונית כוללת מעגל חשמלי אלקטרוני מסוג זה או אחר (מעגל מודפס), עליו מורכבים רכיבים אלקטרוניים. המעגל המודפס עם הרכיבים האלקטרוניים מהווה את "הבסיס" ואת מרכז המערכת האלקטרונית של המוצר - המכשיר האלקטרוני, והוא קובע במידה רבה את תכונותיה ואת תפקודה של אותה מערכת.

מעגל מודפס הוא לוח עליו מרכיבים רכיבים אלקטרוניים, כאשר על הלוח פרושים חומרים מוליכי זרם חשמלי, בשכבות שונות המבודדות ביניהן, המקשרים בין הרכיבים המורכבים עליו. מעגלים מודפסים נמצאים כמעט בכל מוצר שיש בו מערכות אלקטרוניות - במכשירים ביתיים, במחשבים, במכוניות, במכשירים רפואיים, במוצרי תקשורת, תעופה, במערכות צבאיות וכו'.

מעגלים מודפסים

מעגל מודפס הוא שם כללי של המוצר, אולם קיימים סוגים שונים של מעגלים מודפסים, שההבדל ביניהם הוא רב, והשוני במחיריהם עשוי להתבטא במאות אחוזים. החברה עוסקת בעיקר בייצור מעגלים מודפסים מתוחכמים מבחינת צפיפות, גמישות, מספר השכבות ויכולת הסיבולת שלהם לחום.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

המגמה בתעשייה בכלל, ובתעשיות ההיי-טק בפרט, הינה לרכוש רכיבים (ובכללם מעגלים מודפסים) אמניים, שניתן להכניסם ישירות לקווי הייצור של המערכת או המוצר, מבלי להחזיק מלאים וללא צורך בעריכת בקרה ובדיקה לפני כן. דבר זה מחייב אספקה של מעגלים מודפסים באיכות מעולה, המיוצרים במהירות ובהתאם ללוח זמנים שנקבע על ידי הלקוח.

על מנת לעמוד בדרישות המפורטות לעיל, חייב יצרן המעגלים המודפסים לשלוט בידע ובטכנולוגיות הייצור, לרכוש, להפעיל ולתחזק מערכות ציוד מתוחכמות, להעסיק כח אדם מקצועי ובעל רמה גבוהה וכן להפעיל מערך בקרה ואבטחת איכות שיענה על דרישות הלקוחות.

הידע והניסיון שהחברה פיתחה ורכשה במשך השנים מאפשרים לה לייצר מעגלים מודפסים מסוגים שונים. החברה מייצרת מעגלים מודפסים קשיחים הכוללים מעגל מודפס חד צדדי, דו צדדי ורב-שכבות (MULTILAYERS - עד 40 שכבות) בגדלים ובעוביים לא סטנדרטיים, עם משטחי קירור "קבורים" או עם משטחי קירור חיצוניים דו-ממדיים ותלת-ממדיים ("אמבטיה") וכן מעגלים גמישים וגמישים-קשיחים ברמות מורכבות שונות. סוג המעגל המוזמן נקבע על ידי הלקוח בהתאם למוצר שהוא מייצר ודרגת תחכמו.

הרכבת כרטיסים אלקטרוניים

הרכבת כרטיס אלקטרוני כוללת הרכבה של רכיבים אלקטרוניים שונים על מעגלים מודפסים ואספקה של מכלולים ללקוח כולל בדיקתם וזיוודם (אריזה), ובכלל זה את המעגל המודפס עליו כבר מורכבים רכיבים אלקטרוניים שונים כגון נגדים, ספקים, שנאים, מעבדים, זיכרונות, קבלים, מפסקים ומחברים, הערוכים ומסודרים לפי תכנון קבוע מראש של הלקוח, והמיועדים להפעלת מערכת מסוימת.

יצרני מוצרי אלקטרוניקה (לקוחות החברה) נוטים למסור לקבלן חיצוני, כדוגמת החברה, בדרך של מיקור חוץ, את הרכבת הרכיבים האלקטרוניים על המעגלים המודפסים ו/או המכלולים.

בשוק הרכבת הרכיבים קיימות שתי שיטות לביצוע הרכבה כאמור:

1. הלקוח מזמין אצל החברה מוצר מוגמר, והחברה פועלת כקבלן ראשי של הלקוח בשיטה של TK.
2. הלקוח מספק לחברה, על חשבונו, את מרבית החומרים והרכיבים. מלאי הרכיבים המסופק על ידי הלקוח נשאר בכל עת בבעלות הלקוח והוא מנוהל ומוחזק בידי החברה עבור הלקוח. החברה מבצעת את הרכבת הרכיבים על המעגלים המודפסים ומספקת ללקוח את המוצר המוגמר.

החברה מייצרת מגוון רחב של כרטיסים אלקטרוניים בסדרות ייצור קטנות בינוניות וגדולות, ובכלל זה דגמים (לפיתוח), ראש סדרה (מעבר מפיתוח לייצור) וסדרות ייצור ראשוניות, כולל ייצור סדרתי.



1.4. שוק

שוק המוצרים המשובצים אלקטרוניקה מתפתח במהירות רבה ונעשה מתוחכם יותר. כל התפתחות ושינוי בשוק זה ובמוצר הסופי גוררים שינוי בכרטיס האלקטרוני ומכאן השינוי במעגל המודפס. כאשר נקבעה התצורה הסופית של הכרטיס - מהירות ייצורו, רכש הרכיבים וההרכבה, הם קריטיים לגמר הפיתוח והיציאה המוקדמת לשוק כדי להשיג מחירים גבוהים יותר למוצר, שכן עם כניסתם של מתחרים חלה ירידה במחיר המוצרים. לפיכך, משך חיי המוצרים האלקטרוניים הוא קצר ביותר (עד לכניסה של דגם מתקדם יותר), ומכאן שיצרן האלקטרוניקה מייחס חשיבות רבה לקבלת הכרטיסים האלקטרוניים, גם המתוחכמים ביותר, במהירות, באמינות ובכמות הנדרשת.

חלק ניכר מהלקוחות מחזיקים כיום רמות מלאי נמוכות, דבר הגורם להם לדרוש מספקיהם בתחום האלקטרוניקה מועדי אספקה קצרים.

להערכת החברה, הינה היחידה בישראל בעלת יכולת כוללת של ייצור מעגלים מודפסים וביצוע הרכבת מערכות תחת קורת גג אחת, החל משלב תכנון המעגל ועד הרכבת ובדיקת המוצר הסופי. להערכת החברה, יכולת כוללת זו מעניקה לה יתרון ייחודי בקרב לקוחות אשר מימד הזמן בפיתוח הכרטיסים האלקטרוניים הוא קריטי עבורם, בהיבט של בחינה ויציאה מהירה עם מוצרים חדשים לשוק.

1.5. תחרות

להערכת החברה, בשנת 2017 היא סיפקה כ- 10% מצריכת השוק המקומי למעגלים מודפסים. התחרות בשוק המקומי נובעת בעיקר מיבואני מעגלים מודפסים מהמזרח הרחוק, ארה"ב ואירופה (כ- 79%), וכן מיצרנים מקומיים של מעגלים מודפסים - בעיקר אלטק בע"מ (הנתונים הנ"ל מבוססים על פרסומים של המכס לגבי יבוא מעגלים מודפסים ועל פרסומים של המתחרים).

בישראל פועלות מספר חברות המתמחות בהרכבת רכיבים על גבי מעגלים מודפסים העיקריות שבהן הן: פלקסטרוניקס בע"מ, ר.ה. טכנולוגיות בע"מ, יו.אס.אר. מערכות אלקטרוניות בע"מ, אלביט מערכות בע"מ ומספר מפעלים קטנים יותר.

כמו כן, בשוק ייצור הכרטיסים האלקטרוניים, לחברה אין נתונים המאפשרים לה להעריך בצורה מהימנה את חלקה בשוק זה, אך גם שוק זה הינו תחרותי.



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.

השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה נאמד בהתאם למדרג המצוין ב- IFRS 13, להלן בסדר יורד:

- ✓ נתוני רמה 1 - מחירי שוק מצוטטים אשר ניתנים לצפייה בשוק פעיל (מחיר ני"ע, נגזר פיננסי וכיו"ב).

- ✓ נתוני רמה 2 - מחירי שוק שאינם מצוטטים אשר ניתנים לצפייה (במישרין או בעקיפין) בשוק פעיל (מחירים מצוטטים לפריטים דומים בשוק פעיל, מחירים מצוטטים זהים דומים בשוק לא פעיל וכיו"ב).

- ✓ נתוני רמה 3 - נתונים אשר אינם ניתנים לצפייה - טכניקות הערכה והערכות שווי.

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 העתידיים למועד בחינת הצורך ברידת ערך הנכסים, יש לקבוע את מחיר ההון המשקף הערכות שוק שוטפות של ערך הזמן של הכסף וכן את הסיכונים הספציפיים של הנכס או הפעילות הנבחרת, אשר בגינם לא הותאמו האומדנים של תזרימי המזומנים העתידיים. מחיר ההון מחושב באמצעות מודל - **Weighted Average Cost Of Capital (WACC)**, דהיינו, ממוצע משוקלל של מקורות המימון אשר נקבע להלן:

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

כאשר:

E - הינו ההון העצמי במונחי שווי שוק.

D - הינו שווי השוק של החוב.

$(D+E) = V$ - 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 הסטטוטורי לטווח ארוך שחל על החברה.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

חישוב התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:

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

R_f - הינו שיעור הריבית חסרת הסיכון.

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 מהממוצע לשינויים במצב השוק.

$(R_m - R_f)$ - 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.



3. הערכת סכום בר השבה

3.1. שווי מימוש פעילויות החברה

כאמור במתודולוגיה, תקן בינלאומי 36 מגדיר סכום בר השבה כגבוה מבין שווי השימוש לבין השווי ההוגן, בניכוי עלויות מכירה (שווי מימוש).

כאשר בוחנים את השווי ההוגן, בניכוי עלויות המכירה, על מנת שישקף את סכום בר ההשבה של קבוצת יחידות מניבות מזומנים, יש להביא בחשבון את ההיררכיה בקביעתו כפי שרשומה בתקן בינלאומי 36:

✓ 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.

בהתאם לאמור לעיל, כאשר הנכס נסחר בשוק פעיל, מחיר השוק של הנכס משקף את סכום בר ההשבה של היחידה מניבת המזומנים.

על מנת לבסס את ההנחה שהנכס, דהיינו החברה, נסחרת בשוק פעיל בדקנו את מחזורי המסחר, כמפורט להלן:

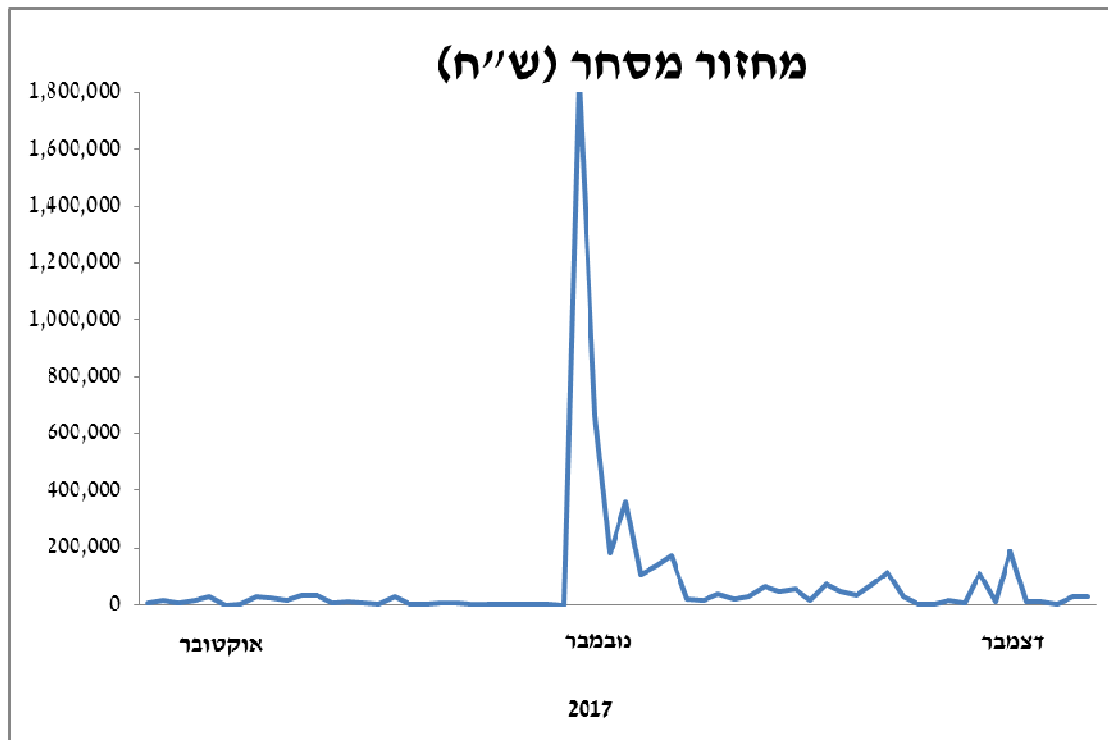
מועד / תקופת מסחר	מחזור מסחר יומי ממוצע (ש"ח)	מחזור מסחר יומי ממוצע (יחידות)
31 דצמבר 2017	26,983	6,437
חודש דצמבר 2017	43,363	9,671
רבעון רביעי 2017	39,594	8,995

ראוי לציין כי מחזורי המסחר הממוצעים ברבעון הרביעי של שנת 2017, המוצגים בטבלה לעיל, הינם בנטרול הימים 14 ו-15 בנובמבר, 2017 בהן מחזורי המסחר היו גבוהים בצורה משמעותית בהשוואה ליתר הימים וזאת בעקבות הודעה על השקעתה של קרן פימי בחברה בסך שך כ- 125.2 מיליוני ש"ח.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

הגרף שלהלן מציג את מחזורי המסחר במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2017 :



להערכתנו מחזורי המסחר במניית החברה מייצגים שוק פעיל ולכן הנחנו כי שווי השוק של החברה המשתקף מנתוני מניית החברה ביום 31 בדצמבר, 2017 משקף שווי מהימן לחברה. ביום 31 בדצמבר, 2017 מחיר הנעילה של מניית החברה הינו 4.19 ש"ח המשקף שווי שוק של 138,575 אלפי ש"ח.



3.2. שווי מימוש נטו יחידה מניבת מזומנים

שווי השוק של המניות כפי שמשקף ממחירה של מניית החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב ביום 31 בדצמבר, 2017, כמפורט בטבלה שלהלן:

הון רשום למסחר	מחיר מניה (ש"ח)	שווי שוק (אלפי ש"ח)
33,056,992	4.19	138,575

על מנת להסב את השווי ההוגן של החברה לשווי מימוש נטו של היחידה מניבת המזומנים, כאמור, ביצענו את ההתאמות הבאות:

הטבלה שלהלן מציגה את שווי השוק של יחידה מניבת מזומנים (אלפי ש"ח):

שווי הוגן יחידה מניבת מזומנים	
שווי שוק	138,575
מזומנים ושווי מזומנים	(33,257)
חייבים אחרים*	(1,858)
נכסים בגין הטבות לעובדים, נטו	(1,765)
אשראי מתאגידים בנקאיים	12,134
סה"כ התאמות נדרשות	(24,746)
שווי הוגן יחידה מניבת מזומנים**	113,829
עלויות מימוש (2%)**	(2,277)
שווי הוגן יחידה מניבת מזומנים בניכוי עלויות מימוש	111,552

* בתאריך 18 באפריל, 2016, נחתם הסכם למכירת כל נכסיה ופעילותה של חברת סלרגיי בע"מ לצד ג'. תמורת המכירה עומדת על סכום של כ- 500,000 דולר, שתשולם בתשלומים על פני 5 שנים וכן תמלוגים בסך של כ- 1.5% מההכנסות נטו שיתקבלו ע"י הרוכשת, עד סך של כ- 700,000 דולר נוספים.

** כולל יתרה פיננסית בסך של כ- 7,460 אלפי ש"ח אשר מופיעה הן ביתרת החייבים ויתרות חובה והן ביתרת זכאים אחרים ויתרות זכות (מדובר בחוב של חברת האם, פריורטק בע"מ למס הכנסה אשר תשלם אותו החברה ומנגד, פריורטק בע"מ תשלם סכום זה לחברה).

*** עלויות מימוש - בהתאם למחקר שבוצע על ידי משרדנו, באשר לעלויות תיווך בעסקאות של חברות אשר שויין נע בין 100 - 10 מיליון דולר, עולה כי עלויות התיווך המקובלות נעות בטווח של 5% - 2% משווי החברה. כמו כן, במסגרת המחקר, כאמור, עלה כי בישראל מקובל שעלויות התיווך חלות על שני הצדדים לעסקה, שכן, מתווך העסקה מייצג את שני הצדדים. בחוות דעתנו, אמדנו את עלויות המימוש של החברה ב- 4%, כאשר חלקה של החברה בעלויות אלו הינו 2%.



4. תמצית הערכת שווי השימוש

4.1. שווי השימוש של יחידה מניבת מזומנים בשיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים

הטבלה שלהלן מציגה את שווי השימוש של היחידה מניבת מזומנים בשיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים (אלפי ש"ח):

T.V	2021	2020	2019	תקציב 2018	בפועל 2017	
2%	4%	6%	8%	10.1%	8.3%	צמיחת מכירות
437,054	428,484	412,004	388,683	359,892	326,780	מכירות
(366,178)	(358,998)	(348,088)	(336,923)	(317,177)	(296,505)	עלות המכר (ללא פחת)
70,876	69,486	63,916	51,760	42,715	30,275	רווח גולמי
34,723	33,794	28,677	17,049	8,599	(2,936)	רווח תפעולי לפני מס
(2,009)	(3,495)	(5,054)	(5,524)	(6,331)		שינויים בהון חוזר
32,714	30,299	23,623	11,524	2,268		תזרים מזומנים תפעולי
186,297	18,855	16,834	9,405	2,120		תזרים תפעולי מהוון
					233,510	שווי שימוש יחידה מניבת מזומנים



הנחות עבודה עיקריות

מכירות

ניתוח נתוני עבר

הטבלה שלהלן מציגה את מכירות החברה בשנים 2015-2017 (אלפי ש"ח):

2017	2016	2015
8.3%	-0.7%	שיעור צמיחה
326,780	301,833	303,950 מכירות

כפי שניתן לראות בטבלה, בשנים 2015-2016 משתקפת יציבות בהיקף הכנסות החברה. בשנת 2017 מכירות החברה צמחו בכ- 8.3% בהשוואה לשנת 2016 והסתכמו בסך של כ- 326,780 אלפי ש"ח. הסיבה העיקרית לצמיחה במכירות בשנת 2017 הינה הודות לגידול בפריסתה הגיאוגרפית של החברה כך שמכירותיה לחו"ל בשנה זו צמחו בשיעור ניכר של כ- 40% בהשוואה לשנת 2016, תוך גידול בנתח המכירות לחו"ל ביחס לסך מכירות החברה משיעור של כ- 24.4% בשנת 2016 לשיעור של כ- 31.5% בשנת 2017.

מהנהלת החברה נמסר כי הגידול הניכר במכירות לחו"ל בשנת 2017 הינו הודות לגידול בביקושים למוצרי החברה ומאמצי שיווק נרחבים, וזאת חרף ירידה ניכרת בשער החליפין של הדולר מול השקל בשנת 2017. מהנהלת החברה נמסר כי בנטרול הירידה בשער הדולר מול השקל, מכירותיה של החברה היו מסתכמות בכ- 345 מיליוני ש"ח, קרי גידול של כ- 14.3% בהשוואה לשנת 2016.

תכנית העבודה של החברה לשנת 2018 ותחזיות לשנים 2019-2021

תחזית המכירות לשנת 2018 מבוססת על תוכנית העבודה של החברה אשר אושרה על ידי הנהלתה לשנה זו. על פי תכנית העבודה של החברה לשנת 2018, מכירותיה של החברה צפויות לצמוח בשיעור של כ- 10.1% בהשוואה לשנת 2017 ולהסתכם בסך של כ- 359,892 אלפי ש"ח. הנהלת החברה מסרה כי הגידול במכירות צפוי לנבוע מהגורמים הבאים:

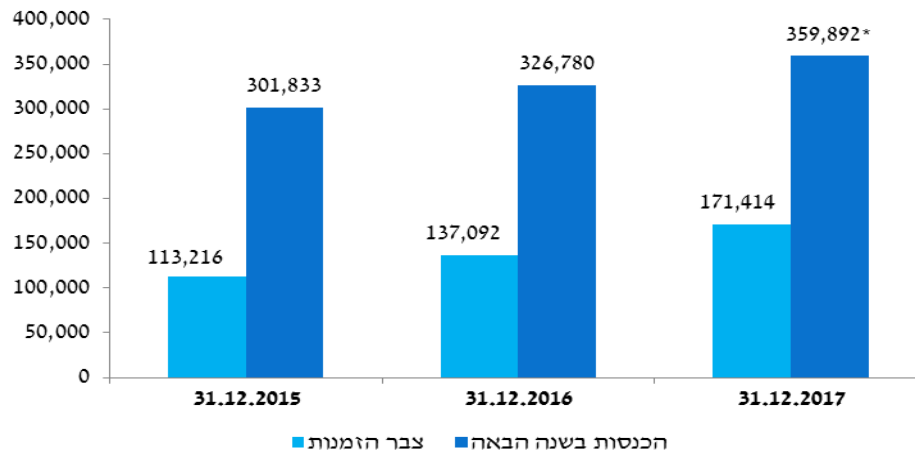
- **מאמצי שיווק** - בשנת 2017 הגדילה החברה, כאמור, את מאמצי המכירה והשיווק במטרה להגדיל את פריסתה הגיאוגרפית ולחדור למדינות נוספות (בעיקר באירופה). על פי תכנית העבודה של החברה לשנת 2018, בשנה זו צפויה החברה להמשיך במגמה בדומה לשנת 2017 ולהגדיל את מאמצי השיווק במספר דרכים כגון השקעה בפרסום, תערוכות בעולם, סרט תדמית על החברה וכדומה.
- **צבר הזמנות** - נכון ל- 31 בדצמבר 2017, צבר ההזמנות של החברה מסתכם בכ- 171,414 אלפי ש"ח בהשוואה לצבר הזמנות בסך של כ- 137,092 אלפי ש"ח נכון ל- 31 בדצמבר, 2016. נתון זה מצביע על גידול בצבר ההזמנות בשיעור של כ- 25% בהשוואה לאשתקד ותומך בגידול



Pulvernīs Bāreket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

משמעוטי במכירות הצפויות של החברה בשנת 2018 (למעלה מ- 99% מצבר ההזמנות ל- 31 בדצמבר, 2017 צפוי להיות מסופק במהלך שנת 2018).

להלן צבר ההזמנות של החברה והמכירות בפועל/הצפויות בשנה שלאחר מכן בשנים 2016-2018 (אלפי ש"ח):



*מכירות צפויות של החברה בשנת 2018

ניתן לראות כי צבר ההזמנות של החברה גדל בצורה ניכרת מסך של כ- 113,216 אלפי ש"ח נכון ל- 31 בדצמבר, 2015 לסך של כ- 137,092 אלפי ש"ח נכון ל- 31 בדצמבר, 2016, קרי שיעור צמיחה של כ- 21%. גידול זה בצבר ההזמנות תמך בגידול מכירותיה של החברה בשנת 2017 בשיעור של כ- 8.3% בהשוואה לשנת 2016.

- **גידול בביקוש למוצרי החברה** - מהנהלת החברה נמסר כי החברה צופה המשך גידול בביקושים למוצרי החברה בכל הסגמנטים בשנת 2018 הודות ליכולתה לייצר מעגלים מודפסים מתוחכמים, באיכות גבוהה ובמועדי אספקה קצרים. כאמור, בפרק 1.4 בחוות הדעת, לחברה קיימת היכולת לתת מענה ללקוח בכל שלב ושלב ולספק לו פתרון מקיף, בהשוואה למתחרים אשר אינם מעניקים פתרון מקיף ללקוח (עוסקים בייצור המעגלים המודפסים בלבד, ברכש והרכבה בלבד או בהרכבה בלבד).

החל משנת 2019 ואילך, אמדנו את מכירות החברה בשיעור צמיחה הולך ויורד מ- 8% בשנת 2019 ל- 6% ו- 4% בשנים 2020 ו- 2021 בהתאמה. אי לכך, מכירות החברה בשנת 2021 צפויות להסתכם בכ- 428,484 אלפי ש"ח ולהתייבב משנה זו ואילך על שיעור צמיחה פרמננטי של 2% בשנה.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

עלות המכר ורווח גולמי

ניתוח תוצאות עבר

עלות המכר של החברה כוללת בעיקר חומרים, שכר עבודה, פחת והוצאות ייצור אחרות, כאשר עלות החומרים מהווה את עיקר עלות המכר (כ- 63.5% בשנת 2017).

הטבלה להלן מציגה את עלות המכר ושיעור הרווח הגולמי בשנים 2015-2017 (אלפי ש"ח):

2017	2016	2015	
326,780	301,833	303,950	מכירות
(296,505)	(270,867)	(271,500)	עלות המכר בניכוי פחת
90.7%	89.7%	89.3%	שיעור עלות המכר ללא פחת
(12,152)	(12,050)	(11,825)	הוצאות פחת
(308,657)	(282,917)	(283,325)	סה"כ עלות המכר
18,123	18,916	20,625	רווח גולמי
5.5%	6.3%	6.8%	שיעור רווח גולמי

ניתן לראות כי בשנים 2015-2017 חל גידול קל והדרגתי בשיעור עלות המכר ללא פחת ביחס למכירות החברה משיעור של כ- 89.3% בשנת 2015 לכ- 90.7% בשנת 2017. שיעור הרווח הגולמי (כולל פחת) של החברה ירד בשנת 2016 לכ- 6.3% בהשוואה לכ- 6.8% בשנת 2015.

בשנת 2017 שיעור הרווח הגולמי ירד גם כן והסתכם בכ- 5.5% בהשוואה לכ- 6.3% בשנת 2016 וזאת בעקבות ירידה ניכרת בשנה זו בשער החליפין של הדולר מול השקל, כאמור בשיעור של כ- 10.4%. מהנהלת החברה נמסר כי בנטרול הירידה בשער החליפין של הדולר מול השקל, סך הרווח הגולמי כולל פחת בשנת 2017 היה מסתכם בכ- 30,400 אלפי ש"ח, קרי שיעור רווח גולמי של כ- 9.3% והרווח הגולמי בניכוי פחת היה מסתכם בסך של כ- 42,552 אלפי ש"ח, קרי שיעור רווח גולמי של כ- 13%.

תכנית העבודה של החברה לשנת 2018 ותחזיות לשנים 2019-2021

הנהלת החברה מסרה כי בשנים הבאות יחול שיפור בשיעור הרווח הגולמי, הצפוי לנבוע מהגורמים הבאים:

- **חומרים** - מהנהלת החברה נמסר כי היא צופה לשיפור תהליכי הייצור אשר יניבו חיסכון בצריכת החומרים והקטנת כמות הנפל (מוצרים פגומים) ברצפת הייצור. כמו כן, הנהלת החברה מעריכה כי בעקבות יתרון לגודל, אשר צפוי לנבוע כאמור מגידול במכירות, תשיג החברה חיסכון בעלות החומרים (מחלקת רכש בעלת כוח צרכני חזק יותר).
- **עלות העבודה** - להערכת הנהלת החברה כושר הייצור הקיים של החברה הן עבור ייצור מעגלים מודפסים והן עבור הרכבת רכיבים אלקטרוניים, מנוצל בפועל בשיעור של כ- 70%



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

בלבד. אי לכך, גידול במכירות החברה אינו צפוי לגרום לגידול מהותי בעלות העבודה, מאחר והחברה תנצל באופן יעיל יותר את כוח העבודה הנוכחי.

ראוי לציין כי למרות האמור לעיל, עלות העבודה צפויה לגדול בעקבות גידול בשכר המינימום אשר נכנס לתוקף בסוף שנת 2017. בנוסף, בשנים הבאות הנחנו כי עלות העבודה תגדל בשיעור של כ- 2% בשנה בהתאם לציפיות האינפלציה ארוכות הטווח.

- **חרושת ואחזקה** - הוצאות קבועות במהותן ולכן גידול במכירות אינו צפוי לגרום לגידול משמעותי בהוצאות חרושת ואחזקה. אי לכך, בחוות דעתנו הנחנו כי עלות החרושת והאחזקה תגדל בשיעור של כ- 2% בשנה בהתאם לציפיות האינפלציה ארוכות הטווח.

עלויות תפעוליות

הוצאות מכירה ושיווק

הוצאות המכירה והשיווק של החברה כוללות בעיקר הוצאות שכר עבודה ונלוות, פרסום ועמלות, אחזקת רכב והוצאות אחרות, כאשר הוצאות השכר והנלוות מהוות את עיקר הוצאות המכירה ושיווק (כ- 66.1% בשנת 2017).

הטבלה להלן מציגה את סך הוצאות המכירה והשיווק בשנים 2015-2017 (אלפי ש"ח):

	2017	2016	2015
מכירות	326,780	301,833	303,950
הוצאות מכירה ושיווק	7,319	6,273	8,058
שיעור מהמכירות	2.2%	2.1%	2.7%

ניתן לראות כי שיעור הוצאות המכירה והשיווק ירד מכ- 2.7% בשנת 2015 לכ- 2.1% וכ- 2.2% בשנים 2016 ו- 2017 בהתאמה. בשנת 2016 סך הוצאות המכירה והשיווק ירד לכ- 6,273 אלפי ש"ח בהשוואה לכ- 8,058 אלפי ש"ח בשנת 2015. הסיבה העיקרית לקיטון בהוצאות המכירה והשיווק בשנת 2016 הינה גביית חוב אבוד שהוכר בעבר בסך של כ- 1 מיליון ש"ח.

בשנת 2017 חל גידול בהיקף הוצאות המכירה והשיווק לסך של כ- 7,319 אלפי ש"ח בהשוואה לסך של כ- 6,273 אלפי ש"ח בשנת 2016, כתוצאה מגידול במאמצי השיווק של החברה, כאמור לעיל. בהמשך למגמה בחברה בדבר הגדלת מאמצי השיווק והמכירה במטרה לחדור לטריטוריות חדשות, הנחנו כי בשנת 2018 יחול גידול בהוצאות המכירה והשיווק בשיעור גמישות של כ- 80% (בנטרול הפרשה לחובות מסופקים, נטו) ביחס לשיעור הגידול במכירות.

בשנים 2019 ו- 2020 הנחנו כי סך הוצאות המכירה והשיווק יגדלו בגמישות של 50% ביחס לגידול במכירות, כך שהוצאות אלו צפויות לגדול בשיעור של כ- 4% וכ- 3% בשנים 2019 ו- 2020 בהתאמה. החל משנת 2021 ואילך הנחנו כי סך הוצאות המכירה והשיווק תתייצבנה על קצב גידול בשיעור של 2%, בדומה לשיעור הגידול בהכנסות החברה הצפוי בטווח הארוך.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות ההנהלה וכלליות של החברה מורכבות בעיקר מהוצאות שכר ונלוות, שירותים מקצועיים ודמי ניהול, אחזקת משרד, אחזקת רכב, פחת ואחרות, כאשר הוצאות השכר והנלוות מהוות את עיקר הוצאות ההנהלה וכלליות (כ- 62.7% בשנת 2017).

הטבלה להלן מציגה את סך הוצאות ההנהלה וכלליות בשנים 2015-2017 (אלפי ש"ח):

2017	2016	2015	
326,780	301,833	303,950	הכנסות
13,089	13,054	12,978	הוצאות הנהלה וכלליות (ללא פחת)
4.0%	4.3%	4.3%	שיעור מהמכירות

ניתן לראות כי בשנים 2015-2017 היקף הוצאות ההנהלה וכלליות ללא פחת נותר יציב והסתכם בממוצע בסך של כ- 13,000 אלפי ש"ח, כך ששיעורן מתוך ההכנסות ירד מכ- 4.3% בשנים 2015-2016 לשיעור של כ- 4% בשנת 2017.

בשנת 2018 הנחנו כי הוצאות ההנהלה וכלליות יגדלו בשיעור שאינו מהותי ביחס לשנת 2017. הוצאות הנהלה וכלליות הינן הוצאות קבועות במהותן בעלות גמישות נמוכה ביחס לצמיחת ההכנסות. אי לכך, הנחנו כי החל משנת 2019 ואילך צפויות הוצאות ההנהלה וכלליות לגדול בשיעור קבוע של 2% מדי שנה, בדומה לשיעור הגידול בהכנסות החברה הצפוי בטווח הארוך.

הוצאות פחת

הוצאות הפחת לאורך שנות התחזית נאמדו בהתבסס על הוצאות הפחת הצפויות בגין הרכוש הקבוע, נכון למועד הערכת השווי, בתוספת הפחתת ההשקעה המתוכננת לאורך שנות התחזית.

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. לפי הנהלת החברה, ההשקעה השנתית הנדרשת על מנת לשמר את היחידה במצבה הנוכחי צפויה להיות זהה להוצאות הפחת בשנות התחזית, קרי סך של כ- 12,626 אלפי ש"ח בשנה.

השקעות בהון חוזר

ההשקעות בהון החוזר נאמדו כהפרשים בין יתרות ההון החוזר של החברה במועד הערכת השווי לבין ערכן המשוער ביום 31 בדצמבר בכל אחת משנות התחזית החל משנת 2018 ואילך. היתרות המשוערות נאמדו בהתבסס על מדיניות האשראי כפי שמשקפת מתוצאות שנת 2017 של החברה מול לקוחותיה וספקיה ובהתבסס על מדיניות ימי המלאי כפי שמשקפת מתוצאות שנת 2017.



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).

שיעור צמיחה פרמננטי

לצורך חישוב ערך השייר נלקח שיעור צמיחה פרמננטי של 2%, אשר, בין היתר, משקף את הציפייה האינפלציונית לטווח הארוך ואת שיעור גידול האוכלוסייה בישראל החזוי לטווח הארוך.

מחיר ההון

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

$$WACC = Ke * E/V + Kd * (1 - T) * D/V$$

כאשר:

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

חישוב שיעור התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + P$$

Rf - אמדנו את שיעור הריבית הנומינלית חסרת סיכון בכ- 1.87%, בהתבסס על התשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות מסוג שחר לטווח הארוך.

β - אמדנו את ה- β באמצעות מדגם של ארבע חברות הדומות במאפייניהן לחברה ופועלות בתחום המעגלים המודפסים והרכיבים האלקטרוניים. אמדנו את ה- β בהתבסס על תצפיות חודשיות על פני חמש שנים.

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

אמדנו את ה- β בהתבסס על מדגם של ארבע חברות הפועלות בתחום המעגלים המודפסים ובהרכבה של רכיבים אלקטרוניים, ובעלות מאפייני סיכון דומים לחברה.



Pulvernis Barket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

להלן המדגם :

חברה	β	D/E	β_u
Flex Ltd. (FLEX)	0.85	31.0%	0.66
TTM Technologies, Inc. (TTMI)	1.74	61.4%	1.13
Plexus Corp. (PLXS)	0.94	15.3%	0.82
Sanmina Corporation (SANM)	0.96	23.8%	0.83
ממוצע	1.12	32.9%	0.86
חציון	0.95	27.4%	0.83

Rm-Rf - פרמיית הסיכון נאמדה בכ- **5.89%**, בהתאם לפרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הישראלי. פרמיית הסיכון נאמדה ע"י Moody's כפי שפורסם באתר Demodaran Online.

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 ניסיונונו כמעריכי שווי.

נכון למועד הערכת השווי, החברה ממומנת בהון זר בהיקף זניח, כאשר סך הנכסים הפיננסיים שברשותה גבוה מסך ההון הזר (למעשה החברה הינה בעלת עודף נכסים פיננסיים). מהנהלת החברה נמסר כי החברה לא צופה לגייס הון זר בעתיד הנראה לעין. לפיכך, נאמד מחיר ההון בגובה שיעור התשואה על ההון העצמי, קרי $Ke=WACC$.

בהתאם לפרמטרים אלו, מחיר ההון הינו **12.53%** כמפורט בטבלה הבאה :

פרמטר	שיעור שנלקח בחוות הדעת	פירוט / הסבר
β_u	0.86	בהתאם למדגם חברות בעלות אופי פעילות דומה
Rf	1.87%	תשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות מסוג שחר לטווח ארוך
(Rm-Rf)	5.89%	פרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הישראלי
P	5.59%	בהסתמך על ניסיונונו כמעריכי שווי ועל מחקרם של Duff & Phelps
Ke	12.53%	

בהתאם לתקן יש לאמוד את שווי השימוש באמצעות תזרימי מזומנים מהוונים לפני מס, ע"י שימוש במחיר הון מתאים. בחוות דעתנו נאמד מחיר ההון לפני מס באמצעות איטרציה בין שווי השימוש (כפי שחושב לאחר מס) לבין תזרים המזומנים ללא השפעת המס (IRR). מחיר ההון המתוקנן לאחר ההתאמה הינו - **14.51%**.



Pulvernis Baretet Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

מרכיב המס שנלקח בחשבון לצורך התקנון הינו הוצאות המס השוטפות, אשר חושבו בהתאם לשיעור המס הסטטוטורי החל על החברה ואשר צפוי לחול עליה בשנות התחזית ואילך.

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					
1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
261,037	270,643	281,163	292,733	305,520	12.51%
238,735	246,661	255,275	264,670	274,960	13.51%
219,724	226,352	233,510	241,264	249,691	14.51%
203,326	208,934	214,957	221,442	228,446	15.51%
189,037	193,830	198,953	204,441	210,335	16.51%

מחיר ההון

4.3. הרכב יחידה מניבת המזומנים

להלן טבלה המפרטת את מרכיבי היחידה מניבת המזומנים, כפי שמוצגים בספרי החברה (אלפי ש"ח):

מרכיבי יחידה מניבת מזומנים	
76,170	לקוחות
5,184	חייבים ויתרות חובה*
64,771	מלאי
91,145	רכוש קבוע, נטו
21,190	מוניטין ונכסים בלתי מוחשיים
(60,901)	ספקים ונותני שירותים
(13,188)	זכאים אחרים ויתרות זכות*
(3,145)	התחייבויות בשל מיסים נדחים
181,226	סה"כ

* בניטרול יתרה בסך של כ- 7,460 אלפי ש"ח אשר הינה חוב של החברה למס הכנסה (בגין שומה של חברת האם, פריורטק בע"מ אשר במקביל תשלם סכום זה לחברה).



5. ריכוז ממצאים

הטבלה שלהלן מציגה את שווי היחידה מניבת המזומנים בהתאם לשתי השיטות שתוארו בחוות הדעת: שווי מימוש נטו, קרי, שווי שוק בהתאם למחירה של מניית החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב (פרק 3) ושווי השימוש בהתאם לשיטת היוון זרמי מזומנים עתידיים של היחידה מניבת המזומנים (פרק 4) (אלפי ש"ח):

שווי פסיבי טכנולוגיות (אלפי ש"ח)	
שווי מימוש, נטו (שווי שוק)	111,552
שווי שימוש (DCF)	233,510

כאמור במתודולוגיה, תקן בינלאומי 36 מגדיר סכום בר השבה כגובה מבין שווי השימוש לבין השווי ההוגן, בניכוי עלויות מכירה (שווי מימוש). כמתואר לעיל, השווי הגבוה של היחידה מניבת המזומנים הינו שווי השימוש.

6. סיכום ממצאים

להלן סכום בר השבה של היחידה מניבת המזומנים בהשוואה לערכה בספרים (אלפי ש"ח):

ריכוז ממצאים	
סכום בר השבה	233,510
ערך בספרים	181,226
הפחתה נדרשת	-