

**הערכת שווי פעילות
קרגל אריזות גמישות בע"מ**

הוכן לבקשת

פלסטו שק

מרץ, 2019



Intelligent Financial Solutions

17 מרץ, 2019

לכבוד:

מר אופיר בן יעקב, CFO
קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ

הנדון: אומדן שווי פעילות החברה במסגרת יישום הוראות תקן בין-לאומי מס' 36¹, ירידת ערך נכסים

אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות בע"מ (להלן: "IFS") נתבקשה על ידיכם, קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ (להלן: "פלסטו") וקרגל אריזות גמישות בע"מ (להלן: "קרגל אריזות") ו/או "החברה") לבצע הערכת שווי של פעילות החברה במטרה לבחון אם קיימת ירידת ערך של ההשקעה בחברה הרשומה בספרי פלסטו-שק ובספרי החברה, ליום 31 בדצמבר, 2018 ("מועד ההערכה"), וזאת במסגרת יישום תקני חשבונאות בין-לאומיים מס' 36 (להלן "התקן") כנדרש אחת לשנה.

מטרת עבודה זו הינה לסייע להנהלת פלסטו והחברה בביצוע בחינת ירידת ערך כאמור למועד ההערכה. עבודה זו נערכה בהתאם לתנאים המפורטים בהסכם ההתקשרות בין פלסטו-שק לבין IFS אשר תנאיו הוסכמו בין הצדדים ביום 11 פברואר, 2019.

אנו ביצענו הערכת שווי לסכום בר ההשבה של קרגל אריזות גם ליום 31.12.2017, ליום 31.12.2016 וליום 31.12.2015. שווי השימוש במועדים אלו הנו כ- 126.5 מיליון ש"ח, כ- 126.7 מיליון ש"ח וכ- 115.1 מיליון ש"ח, בהתאמה.

¹ International Accounting Standards 36, Impairment of Assets

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של פלסטו, חברת האם ורואי החשבון המבקרים שלה. כמו כן, אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים ובפרסומים של פלסטו-שק לציבור, לרבות דיווחים תקופתיים ומיידיים, על פי חוק ניירות ערך, תשכ"ח – 1968, והתקנות על פיו.

תקן 36 מחייב הכרה בהפסד מירידת ערך של נכס בכל עת, שערכו של הנכס בספרים עולה על הסכום בר-ההשבה שלו. במידה ולא ניתן לאמוד את הסכום בר-ההשבה של הנכס הבודד, על החברה לחשב את הסכום בר-ההשבה של היחידה מניבה – מזומנים, אליה שייך הנכס. יחידה מניבה מזומנים של נכס היא הקבוצה הקטנה ביותר של נכסים, המכילה את הנכס, והמניבה תזרימי מזומנים חיוביים משימוש מתמשך שהינם בלתי תלויים בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים, או מקבוצות נכסים אחרות של החברה.

סכום בר-השבה

סעיף 18 לתקן 36 מגדיר סכום בר-השבה "גבוה מבין השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של נכס או יחידה מניבה מזומנים לבין שווי השימוש בו". סעיף 19 קובע כי "לא תמיד הכרחי לקבוע הן את השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של הנכס, והן את השווי השימוש שלו. אם אחד מבין הסכומים אלה עולה על הערך בספרים של הנכס, לא חלה ירידה בערך הנכס ואין צורך לאמוד את הסכום האחר".

סעיף 20 מגדיר כי עשויה להיות אפשרות לקבוע את השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה, גם אם הנכס אינו נסחר בשוק פעיל. אולם, לעיתים אין זה אפשרי לקבוע את השווי ההוגן בניכוי עלויות למכירה, מכיוון שלא קיים בסיס לאומדן מהימן של התמורה שתקבל ממכירת הנכס בעסקה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים בין קונה מרצון למוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת. במקרה זה, הישות עשויה להשתמש בשווי השימוש של הנכס כסכום בר-ההשבה שלו.

הגבלת אחריות

מטרת עבודה זו הינה לסייע להנהלת החברה ופלסטו בביצוע בחינה לירידת ערך על פי תקן 36 של ההשקעה בפעילות קרגל אריזות, על בסיס הנחות המפורטות בגוף העבודה ולמטרה זו בלבד. לצורך גיבוש חוות דעתנו, התבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי הנהלת החברה, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתה וניסיונה. הסתמכנו על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים, אולם לא ביצענו כל פעולת ביקורת ולא ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך איננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים ששימשו בעבודתנו. כל שינוי במידע או בנתונים עשוי לשנות את חוות דעת זו. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של הנתונים.

ככלל, תחזיות מתייחסות למאורעות עתידיים ומתבססות על הנחות סבירות ליום התחזית. הנחות אלו עשויות להשתנות על פני תקופת התחזית, ועל כן תחזיות אשר נערכו לימי ההערכה עשויות להיבדל מהתוצאות הפיננסיות בפועל ו/או מהערכות שתעשנה במועד מאוחר יותר. על כן, לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הביטחון המיוחסת לנתוני דוחות כספיים מבוקרים.

הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות במקרים רבים בשיקול הדעת הסובייקטיבי של מעריך השווי. אנו סבורים שחוות דעת זו הינה סבירה בהתבסס על המידע שסופק לנו, וכי מעריך שווי אחר עשוי היה להגיע לתוצאה שונה.

עבודתנו מתייחסת למכלול ההיבטים הכלכליים הקשורים בקביעת השווי בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהיא, לרבות המלצת השקעה ו/או מכירה של ניירות ערך כלשהם. אין בחוות דעתנו משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי חוות דעת זו. המידע המופיע בעבודתנו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד להעריך את שווי החטיבות או נכס כלשהוא למשקיע כלשהוא. המושג "שווי הגון" מוגדר כמחיר שבו יחליף נכס ידיים, בין קונה מרצון למוכר מרצון, כאשר לשני הצדדים מידה סבירה של ידע אודות העובדות הרלבנטיות לעסקה.

לצורך הערכת השווי, נקטנו בשיטות ההערכה המתאימות לדעתנו ובכפוף למידת ישימות השיטה. חוות דעתנו כוללת את תיאור המתודולוגיה והנחות אשר שימשו להערכת השווי. התיאור הכולל בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמנו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם.

הננו בלתי תלויים בחברה בהתאם לכל דין, ובכלל זה, בהתאם לעמדה מספר 30-105 של רשות ניירות ערך בעניין גילוי קיומה של תלות בין מעריך השווי לבין התאגיד, לרבות לעניין הערכות שווי מהותיות מאוד לתאגיד, מיום 22 ביולי 2015, וכי אין נסיבות שיכולות לפגוע בשיקול דעתנו לצורך ביצוע עבודה זו.

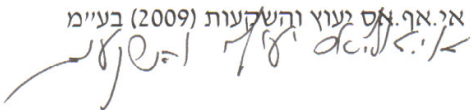
אנו לא נהיה אחראים בשום מקרה לכל נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך חו"ח ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצד החברה ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על המידע כאמור.

אחריותנו ככל שהינה נובעת מביצוע הערכת השווי לא תחרוג בשום מקרה מסך כל התמורה המשולמת לנו בגין עבודה זו (עד לפי 3). במקרה בו נחויב בהליך משפטי, מזמיני חוות הדעת ישפו אותנו על כך בהתאם, והכל למעט (לרבות פלסטו) במקרה של רשלנות רבתי או זדון מצדנו.

פרטי השכלתו וניסיונו של האחראי מטעם החברה מעריכת השווי:

שגיא בן שלוש, בעלים ומנהל של חברת אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ. בעל תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה, תואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע) ותואר שני בלימודי משפט. בעל רישיון לראיית חשבון וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל. בנוסף, לשגיא ניסיון עשיר בביצוע למעלה מ-100 הערכות שווי בהקפים דומים וגבוהים לאלה של נושא ההערכה הנוכחית.²

בכל שאלה ועניין, ניתן לפנות שגיא בן שלוש, רו"ח, בטל' 052-4760011 או 073-2903330

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ


² לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

תוכן עניינים

פרק	עמוד
1	7
2	9
3	14
4	20
5	25
6	31
7	39
8	42
נספחים	
א'	44

פרק 1

כללי

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי של פעילות חברת קרגל אריזות ליום 31.12.2018, אשר תשמש את החברה לצורך בחינה לירידת ערך מוניטין, בהתאם לעקרונות התקינה הבינלאומית.
- כל הנתונים בעבודה זו, הינם בשקלים חדשים ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

החברה/קרגל אריזות – קרגל אריזות גמישות בע"מ

פלסטו – קבוצת פלסטו-קרגל בע"מ

IFS – אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ

אש"ח – אלפי ש"ח

מועד ההערכה – 31.12.2018

- לצורך עבודתנו הסתמכנו על הנתונים והמצגים הבאים:
- מידע פיננסי, עסקי ותפעולי אשר התקבל מהנהלת החברה לגבי פעילות החברה, לרבות תחזיות פיננסיות;
- דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2015-2017 ודו"ח לא מבוקר לשנת 2018;

פרק 2

תיאור החברה

2.1 כללי

קרגל אריזות גמישות בע"מ הינה חברה פרטית, אשר התאגדה בישראל בשנת 1958 ומוחזקת בבעלות מלאה על ידי חברת פלסטו שק בע"מ החל מיום 28 בפברואר 2008. החברה עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של שקיות ואריזות גמישות אחרות, לרבות אריזות מודפסות, העשויות מיריעת פוליאטילן אחת או ממספר יריעות שונות, המוצמדות בתהליך למינציה. מוצרי החברה משווקים הן לשוק המקומי והן לשווקים מחוץ לישראל.

2.2 רכישת פעילות מגוון

ברבעון הראשון של 2018 רכשה החברה פעילות מחברת מגוון מפעלים גרפיים אגש"ח (להלן: "פעילות מגוון" ו/או "מגוון"). במסגרת רכישת הפעילות קיבלה החברה, בין היתר, רכוש קבוע וציוד, מלאי, ואת כלל נכסיה הבלתי מוחשיים של מגוון ובכללם מוניטין, זכויות שימוש בשם, רשימת לקוחות, קניין רוחני והסכם אי תחרות.

אתר פעילות מגוון הנו במשמר דוד ועם תום תקופת השכירות הפעילות תעבור לאתר החברה במשמר השרון (צפוי להיות בשנת 2020).

2.3 מוצרי החברה

מוצרי החברה כוללים מגוון רחב של שקים, שקיות ואריזות גמישות אחרות, לרבות אריזות מודפסות, עשויים יריעת פוליאטילן אחת או ממספר יריעות שונות, כגון יריעות פוליאטילן, יריעות פוליופילן, יריעות אלומיניום, יריעות פוליאסטר, יריעות פוליאמיד ויריעות נייר, המוצמדות בתהליך למינציה. קבוצת מוצרים זו כוללת, בין היתר:

- שקיות המיוצרות מפוליאטילן לאריזות מוצרי צריכה;
- יריעות מודפסות – יריעות פוליאטילן, פוליופילן, פוליאסטר או נייר, מודפסות על פי דרישות גרפיקה של הלקוח, בשיטת דפוס פלקסו או שקע, המשמשות ליצירת אריזה גמישה;
- שקיות ניתכות (Elasto Bags) – שקיות המיוצרות מחומרים בעלי נקודת היתוך נמוכה, המשמשות כאריזות לתוספים שונים בתהליך ייצור הגומי;
- יריעות מוטבעות (Embossing) – לתעשיית הגומי, יריעות המשמשות לתעשיית הגומי, העוברות תהליך הטבעה;
- שקיות למינציה מסוגים שונים כגון (1) שקיות גאסט – שקיות בעלות כפל בצידיהן, המאפשר התרחבות של נפח השקית; (2) שקיות Pillow – שקיות המונחות במצב שכיבה על המדף; (3) שקיות דויפק – שקיות המתאימות להעמדה על המדף; (4) שקיות עם פס סוגר רב פעמי, המיועדות להליך אריזה ידני או חצי ידני; (5) שקיות עם פתיחה מהירה – שקיות הכוללות פס המאפשר פתיחה מהירה ומדויקת של האריזה, הנעשה באמצעות שימוש בטכנולוגיות לייזר (פס החלשת לייזר); שקיות צורניות, המשמשות גם לדקורציה; (6) שקיות בעלות תכונות חסימות גבוהה, המשמשות בעיקר כשקיות למזון.
- יריעות רב שכבתיות מודפסות המיועדות לאריזה של מוצרי מזון, יבש או רטוב, ולמוצרי היגיינה אישית, המיוצרות בתהליך של חיבור רב שכבתי (למינציה).

2.4 לקוחות, שיווק והפצה

לקוחות החברה מתפלגים לשתי קבוצות עיקריות והן:

- המגזר התעשייתי – הכולל לקוחות מתחומים שונים של התעשייה, כגון: מזון ומשקאות, קוסמטיקה, טואלטיקה, פרמצבטיקה, גומי, פוספטים, כימיקלים ומלחים וכן חברות העוסקות בעיבוד אריזות גמישות.
- אחרים – קבוצה הכוללת, בין היתר, לקוחות מהמגזר החקלאי, הקמעונאי, משרדי ממשלה ורשויות מקומיות, בנקים, חברות הובלת כספים ובלדרות.

כמו כן, מתפלגים לקוחות החברה ללקוחות בשוק המקומי וללקוחות בשווקים מחוץ לישראל.

אסטרטגיית השיווק של החברה מבוססת על חתירה לבידול המוצרים, התמחות וחדשנות, זאת על ידי מתן מענה לצרכים ספציפיים של לקוחותיה ופיתוח מוצרים ייחודיים עבורם אשר מתחרים בענף אינם מסוגלים או מתקשים לייצר ברמה דומה, וכן חדירה לשווקים הבינלאומיים, בין על ידי התקשרות ישירה עם לקוחות בעלי נפח רכישה גבוה ובין על ידי התקשרות עם מפיצים ו/או נציגים בחוץ לארץ.

בשוק המקומי מקיימת החברה פעילות שיווק ישירה מול לקוחותיה, על סוגיהם השונים, באמצעות אנשי מכירות ו/או סוכנים מקומיים.

השיווק של מוצרי החברה מחוץ לישראל נעשה על ידי אנשי מכירות, על ידי נציג של החברה הפועל בארה"ב, על ידי נציגים נוספים במדינות שונות בעולם וכן על ידי חברות הפצה בחו"ל.

החברה משווקת את מוצריה דרך מערכי השיווק של חברת האם, קבוצת פלסטו-קרגל. לפלסטו-שק פריסה בינלאומית ואנשי המכירות שלה משווקים גם את מוצרי החברה, בעיקר מוצרי למינציה. השיווק של מוצרי חברות הקבוצה מחוץ לישראל נעשה על-ידי אנשי מכירות, המועסקים על-ידי חברות האריזות הגמישות הישראליות (פלסטו-שק, מור והחברה), על-ידי חברות הבת הזרות של פלסטו: פלסטו-שק אנגליה, פלסטו-שק ספרד ופלסטו-שק מקסיקו, וכן, על-ידי נציג של הקבוצה, הפועל בארצות הברית, על ידי נציגים נוספים במדינות שונות בעולם וכן על ידי חברות הפצה בחו"ל.

2.5 רכוש קבוע ומתקנים

ייצור מוצרי החברה מתבצע במפעל החברה הממוקם בקיבוץ משמר השרון ובקיבוץ משמר דוד. הציוד העיקרי המשמש את החברה בתהליך הייצור הינו: מערבלים, מיכלים, מכונות מינון, מכונות הדפסה, מכונות חיתוך, מכונות למינציה, וכן, מכונות שיקוק.

המקרקעין, עליהם ממוקם המפעל במשמר השרון, כולל שטח בן כ- 19,430 מ"ר, אותו שוכרת קא"ג מקיבוץ משמר השרון, בהתאם להסכם השכירות והינו בתוקף עד ליום 5 ביוני 2031. בנוסף, שוכרת החברה שטח בקיבוץ משמר דוד.

כיום ניתן להדפיס בשתי טכנולוגיות עיקריות, דפוס שקע ודפוס פלקסו (ראה בהמשך הסבר בגין טכנולוגיות אלו). בבעלות החברה מספר קווי דפוס שקע

ופלקסו (flexo). עלות הדפסה בשיטת השקע, בהשוואה לטכנולוגיה החדשה של דפוס הפלקסו, הנה גבוהה יותר, קיימת השקעה ראשונית יקרה (ייצור צלינדרים) והתחרות הנה גבוהה. לעומת זאת, טכנולוגיית ההדפסה בשיטת הפלקסו השתפרה מאוד וכפי שצויין לעיל, בבעלות החברה מכונה חדישה וייחודית בארץ, המייצרת מוצרים ברמת איכות ויעילות גבוהות ועלויות נמוכות יותר.

דפוס FLEXP – שיטת דפוס זו הינה תוצר של התפתחות דפוס הבלט, שיטה זו הותאמה למעשה לצורך בהדפסת מוצרים אשר אין אפשרות להדפיסם בעזרת שיטות אחרות בגלל עדינות החומרים אותם מדפיסים, בגלל הלחץ הרב שמופעל בזמן ההדפסה על המוצר המודפס. ההדפסה עצמה נעשית על ידי גלופה פולימרי, על בסיס חותמת משרד פשוטה. שיטת דפוס הפלקסוגרפיה הינה שיטת הדפסה על עיקרון ההדפסה הישירה, בה מודפס שטח ההדפסה בצורה ישירה מגלופה. המושג פלקסוגרפיה נגזר מתכונת גמישות גלופת הפולימר.

הגמישות של גלופת הפולימר בפלקסוגרפיה מאפשרת הדפסה על מוצרים עדינים ובעלי מרקם שונה או משתנה, כלומר: חומר גמיש. ההדפסה מתאפשרת בגלל תכונות הפולימר ויכולתו של הפולימר להתאים עצמו למשטח עליו מדפיסים. בניגוד לגלופה קשה בדפוס בלט. בשיטת הפלקסוגרפיה ניתן להדפיס על מוצרים כגון: קרטון גלי, סוגי פלסטיק עדין, שקיות סופר, שקיות מלט ועוד.

דפוס שקע (Gravure) הוא תהליך הדפסה שבו חורטים את התמונה על צילינדר מצופה נחושת, דבר היוצר אלפי תאים זעירים. במשך ההדפסה, מוליך התמונה מוטבל בדיו נוזלי. כשמוליך התמונה מסתובב, הדיו ממלא את התאים הזעירים ומכסה את פני השטח של הצילינדר. משטח הצילינדר מנוגב בעזרת

מגב, כך שהאזור ללא-תמונה כעת נקי בעוד שהדיו נשאר בתוך התאים השקועים.

דפוס שקע משמש לפרסומים, מגזינים, קטלוגים, תוויות, קופסאות קרטון, קופסאות אחסון, ומגוון של אפליקציות Precision Coating.

ייצור הצילינדרים של דפוס שקע באמצעות טכנולוגיית מחשב-לצילינדר עוזר לזרז את התהליך ולהקטין את עלות ייצור הצילינדרים. לפיכך, דפוס שקע הפך לשיטה מאוד תחרותית ומהירה יותר מחריטה אלקטרו-מכנית.

2.6 חומרי גלם וספקים

חומרי הגלם העיקריים המשמשים את החברה הינם יריעות פוליאאתילן, יריעות פוליפרופילן, יריעות פוליאסטר, יריעות אלומיניום, יריעות נייר, צבעים, מדללים ודבקים. החברה רוכשת את חומרי הגלם האמורים מספקים שונים בישראל ובח"ל.

מחירי חומרי הגלם מקבוצת הפוליאאתילן, פוליפרופילן ופוליאסטר וכן הצבעים והמדללים, מושפעים, בין היתר, ממחירי הנפט ומעודפי ביקוש והיצע בשווקים העולמיים ובעיקר בשווקי המזרח הרחוק. לפיכך, שינויים חדים במחירי הנפט עשויים לגרום לשינויים במחירי חומרי הגלם האמורים, בהתאמה.

מפעל החברה במשמר השרון רוכש יריעות פוליאאתילן מחברות בנות נוספות של פלסטו שק, יריעות פוליפרופילן, ונייר מספקים בארץ ומספקים מחוץ לישראל, פוליאסטר, ואלומיניום מיצרנים מחוץ לארץ. ליריעות הפוליאאתילן, הפוליפרופילן, והנייר (המהוות כ- 80% מעלות חומרי הגלם של המוצרים המיוצרים על ידי החברה), קיימים ספקים חלופיים, הן בישראל והן בחוץ

לארץ, וספקי חומרי הגלם האמורים נבחרים על בסיס תנאים מסחריים כדאיים.

בעולם קיימים מספר ספקים לחומרי חיזוק, צבעים, מדללים, דבקים ותוספים שונים, המשמשים לייצור המוצרים.

החברה נוהגת להתקשר עם מספר ספקים שונים בכל תחום להקטנת התלות ופיזור הסיכון לעצירת אספקה, בין היתר, עקב תקלות ומחסור בחומרי גלם אצל ספקים מסוימים בתקופות מסוימות. כמו כן, לחברה אפשרות לרכוש כל אחד מחומרי הגלם המשמשים אותה בייצור מוצריהן מספקים חלופיים, במחירים דומים למחירים בהם נרכשים כיום. לפיכך, אין לחברה תלות בספק כלשהו.

פרק 3 **תאור הסביבה העסקית**

3.1 שוק האריזות הגמישות בישראל³

3.1.1 תחרות

תחום האריזות הגמישות הינו תחום תחרותי, הן בשוק המקומי, הכולל יצרנים מקומיים ויבואנים, והן בשווקים מחוץ לישראל.

בשוק המקומי מתחרים מספר רב של יצרנים מקומיים וכן יבואנים של מוצרי אריזות גמישות. ככלל, ככל שהמוצר בתחום האריזות הגמישות פחות מורכב, כך יש מספר רב יותר של יצרנים קטנים, המייצרים אותו.

בשנים האחרונות, התחזקות הייבוא (בעיקר מספרד ומתורכיה), המתאפיין, בדרך כלל, במוצרים זולים יותר, גרמה להתגברות התחרות בתחום וכן להסטה של חלק מהשוק, מצריכת מותגים איכותיים לשימוש בתחליפים זולים יחסית ולפגיעה משמעותית ברווחיות התחום.

בנוסף, מתחרות החברות בשוק המקומי במספר יצרנים מקומיים משמעותיים בתחום האריזות הגמישות, ביניהם: צ.ל.פ. תעשיות בע"מ, גלובל רוטו שקע בע"מ, תדביק אקס בע"מ, פלסטופיל הזורע בע"מ, פלסטניר אגש"ח בע"מ, גניגר מפעלי פלסטיקה בע"מ, א.א. פוליטיב בע"מ, רונופולידן בע"מ, ארגם אריזות גמישות בע"מ, אמיד דוד 2006 בע"מ, אשפלסט בע"מ ועוד רבים אחרים.

להערכת החברה, היא אחת משלוש החברות הגדולות בשוק המקומי בתחום האריזות הגמישות.

בשווקים השונים מחוץ לישראל, בהם פועלת החברה, התחרות הינה עם מספר רב של יצרנים מכל העולם. גם כאן, ככלל, ככל שהמוצר בתחום האריזות הגמישות פחות מורכב, כך יש מספר רב יותר של יצרנים, המייצרים אותו. להערכת החברה, חלקה בתחום האריזות הגמישות בשוק העולמי הינו זניח. עם זאת, במקומות מסוימים בעולם וביחס למוצרים מתוחכמים מסוימים, נחשבת הקבוצה כספקית בעלת שם, וכן, קיימים מספר מוצרים מתוחכמים, בהם חלקה של הקבוצה בשוק העולמי אינו זניח (אולם מתחת ל- 5%).

בשנים האחרונות, חלה עליה משמעותית ביבוא של אריזות גמישות בארץ, בעיקר, מהודו, תורכיה ומספרד במחירי היצף, הפוגעים ביכולתן התחרותית של חברות בתחום.

גורמים חיוביים, העשויים להשפיע על מעמדן התחרותי של החברות בתחום, כוללים את מעמדן כיצרניות והמוניטין הקיים להן בשוק המקומי, הניסיון והידע הנצבר שלהן, המאפשרים את בידול המוצרים ממוצרי המתחרים, הקפדה על איכות ייצור המוצרים, יכולת התאמה של המוצרים לצרכי השוק, פתרונות האריזה, המיוצרים על ידי החברות, וכן מערך ההפצה, המאפשר חדירה והתבססות בשווקים במדינות בהן מתבצעת פעילות.

הגורם השלילי המשמעותי, העשוי להשפיע על מעמדן התחרותי של חברות התחום בשוק המקומי, הינו כניסה של אחד או יותר מהיצרנים הבינלאומיים הגדולים לפעילות ייצור בשוק המקומי, המשך הגידול ביבוא לישראל והמשך של מכירה של יצרנים זרים במחירי היצף בישראל או מיזוג של מספר חברות מתחרות.

³ מקור: תיאור עסקי התאגיד, דוח תקופתי של פלסטו שק.

3.1.2 התפתחויות בתחום האריזות הגמישות

קיימת מגמה בתחום המוצרים, הנמכרים לצרכן הסופי (קרי מזון ומשקאות ומוצרים, המגיעים לרשתות השיווק), של עלייה בהשקעה בייחודיות ובבידול האריזה, בין היתר, לאור העלייה ברמת החיים והדמיון בין מוצרי הצריכה הנארזים ובהתאם בנכונות לקוחות החברות לפיתוח משותף בדרך של ניסוי מוצרים חדשניים. בנוסף, עלייה במודעות הבריאותית של מעבר ממוצרים קפואים למוצרים מצוננים וטריים, קיימת מגמה של מתן פתרונות אריזה מתוחכמים, המאפשרים הארכת חיי המדף של המוצר הנארז תוך שמירה על טריותו.

כמו כן, בשנים האחרונות, הולכת ומתפתחת האחריות והמחויבות הסביבתית, אשר מובילה לשימוש מופחת בחומרי גלם (דיקוק) ודרישה למוצרים, הניתנים למחזור, כדוגמת מוצרי פוליאיתילן דמויי נייר, הניתנים למחזור במלואם, לשם צמצום השלכות שליליות של הפעילות העסקית. מגמה זו מובילה לקוחות להעדפת רכישת מוצרים דקים יותר מבעבר, תוך שמירה על פונקציונאליות האריזה.

בנוסף, בשנים האחרונות חלו התפתחויות טכנולוגיות שונות, המאפשרות שיפור וגיוון תכונות וסוגי המוצרים המיוצרים על ידי החברות, מבחינת מראה, מבחינת התכונות הפונקציונאליות שלהם ובכלל זה ליצור מוצרים בעלי תכונות אחידות לאורך זמן. שינויים ושיפורים טכנולוגיים אלו מאפשרים לחברות לייצר, בין היתר, אריזות דקות יותר (המכילות פחות פלסטיק) אך משמרות את תכונות המוצר, אריזות העשויות מחומרים המתכלים כתוצאה מפעילות ביולוגית ו/או בשיטות אחרות ומפולימרים עם תוספים מסוימים המשפרים את האטימה לגזים, אריזות המאטות את הפעילות הבקטריולוגית של המזון הנארז

ומאריכות את חיי המדף שלו, אריזות "חכמות" המאפשרות לעקוב אחר מצב הטריות של המזון, אריזות המאפשרות פתיחה קלה, בין היתר, באמצעות טכנולוגיית לייזר וכן אריזות המודפסות באיכות גבוהה יותר.

3.1.3 גורמי הצלחה קריטיים בתחום האריזות הגמישות

ניתן להצביע על מספר גורמי הצלחה קריטיים בתחום האריזות הגמישות, כמפורט להלן:

- **פיתוח** - יכולת לפתח ו/או לייצר מוצרים חדשניים ו/או בעלי ערך מוסף. **שירות** - יכולת לעמוד בכמויות ובמועדי אספקה, הנדרשים ללקוחות.
- **איכות** - יכולת לעמוד בדרישות האיכות ובתקני איכות משתנים של הלקוחות.
- **תחרותיות** - יכולת התאמת מחירי מכירה לשינויים בתשומות הייצור, זאת בשל התנודתיות במחירי התשומות.
- **השקעות הוניות** - השקעה שוטפת בפיתוח של מוצרים חדשים ופתרונות אריזה חדשים, תוך ניצול הידע והניסיון הנצבר וכן תוך ניצול ההתפתחויות הטכנולוגיות, הרלוונטיות לתחום, וכן ניצול יתרונות טכנולוגיים יחסיים.
- בנוסף, השקעה שוטפת בטכנולוגיות מתקדמות, לצורך יצירת פתרונות אריזה חדשניים, לצורך שיפור איכות הדפוס של המוצרים ולצורך התייעלות התפעול וכניסה לנישות שיווקיות נוספות.
- **יתרון לגודל** - יכולת לספק ללקוחות מגוון פתרונות אריזה, תוך ניצול היתרון לגודל.
- היערכות המפעלים לצורך עמידה בתקני איכות בינלאומיים.

3.1.4 חסמי כניסה ויציאה

חסמי הכניסה העיקריים בתחום הפעילות הינם:

- **ידע** - הפעילות בתחום האריזות הגמישות דורשת ידע מקצועי, כוח אדם מקצועי ומיומן, ניסיון ומיומנות טכנולוגית, הן לעניין הקמת קווי הייצור והן לעניין הפעלתם.
 - **השקעה במיכון** - קווי הייצור לדפוס, לאקסטרוזיה וללמינציה, המשמשים לייצר חלק מהאריזות הגמישות, מצריכים ביצוע השקעות במיכון ובכוח אדם מקצועי.
 - **השקעות הנובעות מדרישות חוקיות** - הפעילות בתחום האריזות הגמישות מחייבת השקעה במערכות, הנדרשות על ידי הרשויות השונות, לרבות המשרד להגנת הסביבה.
- מבחינת חסמי יציאה, לא קיימים חסמי יציאה משמעותיים בתחום האריזות הגמישות.

3.2 השוק העולמי של אריזות גמישות⁴

נכון לעכשיו, מדינת APAC⁵ מחזיקות בנתח הגדול בשוק חומר אריזה גמישה עולמית, כ- 40% מנתח שוק כולל. ביקוש גובר למזון ארוז יחד עם הכנסה

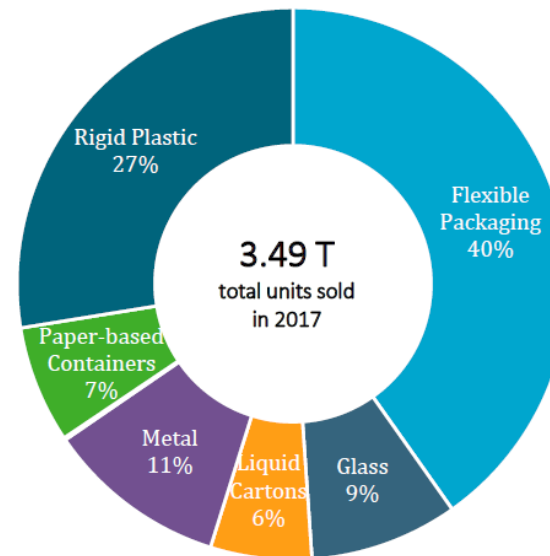
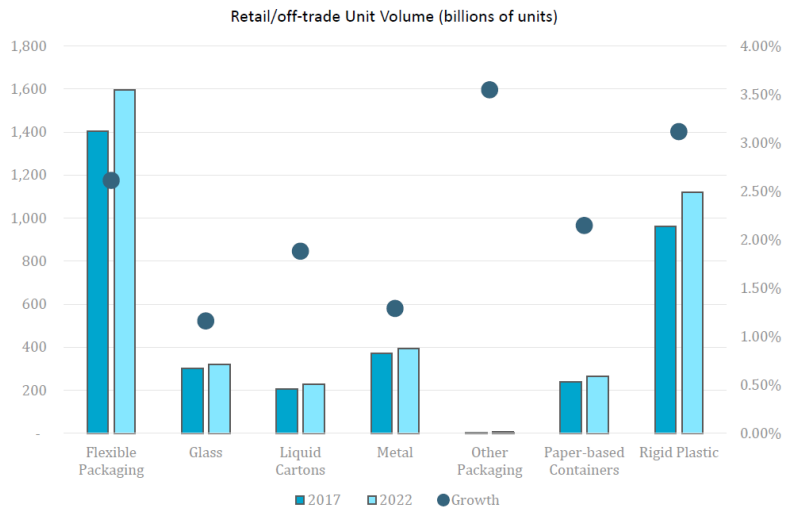
הפנויה הולכת וגדלה של צרכנים, הוא חלק מהגורמים אשר יניע את ביקוש חומרי אריזות גמישות לאורך תקופת התחזית. הצמיחה של הודו וסין במוצרי מזון ומשקאות ותעשיית הקוסמטיקה מגבירים את הצמיחה של שוק זה במדינות APAC. לאחר APAC, אירופה היא השוק השני בגודלו. הביקוש לתעשיית אריזות הגמישות באירופה מונע על ידי הגדלת השקעות במו"פ בתעשיית התרופות.

ביקוש גואה למזונות ארוזים, צמיחה בתעשיית קוסמטיקה, צמיחה מהירה של תעשיית התרופות העולמית, העדפה של אריזה גמישה על פני חומרי אריזה קשיחים, ורצון לצמצם את פליטת הפחמן הם חלק מן הגורמים העיקריים לצמיחה של צמיחה בשוק חומר אריזה גמישה העולמית.

סך שוק האריזות העולמי נאמד בשנת 2017 בכ-3.49 טריליון אריזות, כאשר שיעור האריזות הגמישות מהווה כ-40%. סך שוק האריזות צפוי לעמוד בשנת 2022 בכ-3.93 טריליון אריזות (גידול של כ-12.7%).

Asia-Pacific ⁵

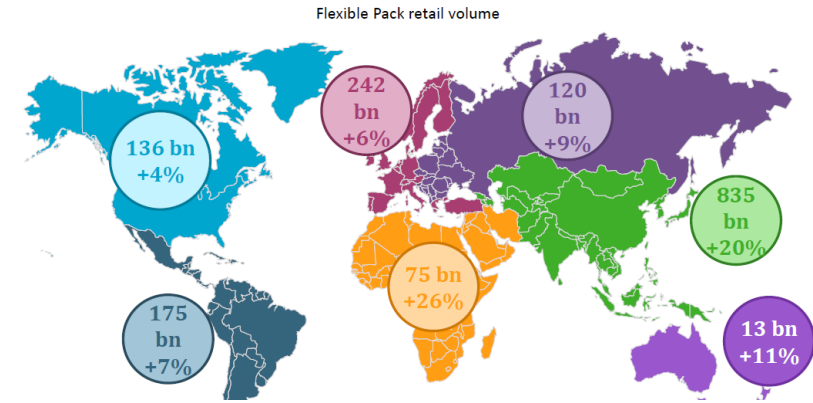
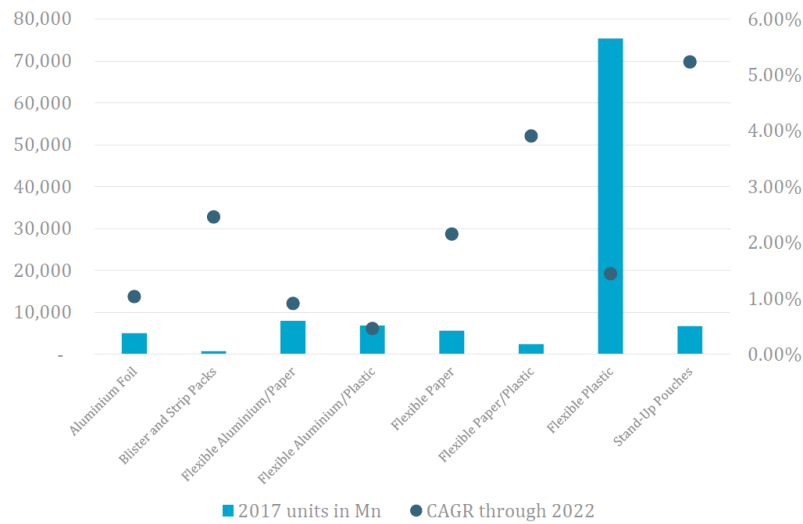
⁴ https://www.aimcal.org/uploads/4/6/6/9/46695933/trovillion_presentation.pdf



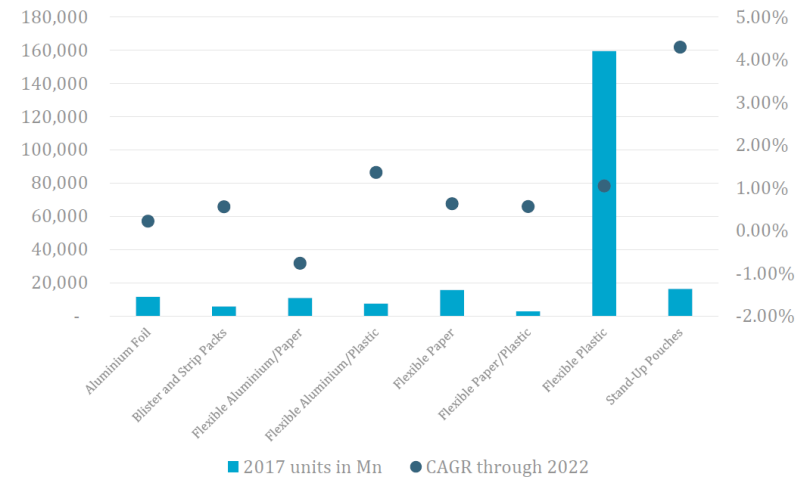
על פי התחזיות, שוק אריזות הגמישות צפוי לעמוד בשנת 2022 על כ-50% מסך שוק האריזות העולמי.

Total 2017 market size	3.49 Tn
Total 2022 market size	3,93 Tn
Forecast Absolute Growth (2017-2022)	12.7%

ואילו במדינות מזרח אירופה שיעור האריזות הגמישות מסך מוצרי האריזה
הנו גבוה ביחס לממוצע ועומד כל כ-44%. תחזית שיעור הצמיחה הנה נמוכה
יותר ועומדת על כ-1.9% בשנה :



במדינות מערב אירופה שיעור האריזות הגמישות מסך מוצרי האריזה הנו נמוך
ביחס לממוצע ועומד כל כ-35%. תחזית שיעור הצמיחה הנה נמוכה יותר
ועומדת על כ-1.1% בשנה :



פרק 4

תמצית דוחות כספיים

4.1 רווח והפסד

הנתונים הכספיים של החברה נבחנו לצורך ניתוח הביצועים והמגמות ההיסטוריים שלה. בטבלה שלהלן מוצגת תמצית דוחות רווח והפסד לשנים 2015-2018 (נתונים מוצגים באש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2018	2017	2016	2015
הכנסות	97,126	94,702	89,355	93,059
% הצמחה	2.6%	6.0%	-4.0%	-10.2%
עלות מכר	92,336	86,810	81,611	85,385
% מסה"כ ההכנסות	95.1%	91.7%	91.3%	91.8%
רווח גולמי	4,790	7,892	7,744	7,674
% מסה"כ ההכנסות	4.9%	8.3%	8.7%	8.2%
הוצאות תפעוליות	7,739	6,659	6,695	5,898
% מסה"כ ההכנסות	8.0%	7.0%	7.5%	6.3%
רווח (הפסד) תפעולי	(2,949)	1,233	1,049	1,776
% מסה"כ ההכנסות	-3.0%	1.3%	1.2%	1.9%
EBITDA	9,933	11,987	12,050	15,012
% מסה"כ ההכנסות	10.2%	12.7%	13.5%	16.1%

א. הכנסות

להלן טבלה המציגה את הרכב הכנסות החברה לשנים 2015-2018 (מוצג באש"ח):

	2018	2017	2016	2015
הכנסות שוק מקומי	80,835	71,643	64,172	69,856
% הצמחה	12.8%	11.6%	-8.1%	-14.2%
% מסה"כ הכנסות	83.2%	75.7%	71.8%	75.1%
הכנסות חו"ל	16,291	23,059	25,183	23,203
% הצמחה	-29.4%	-8.4%	8.5%	4.5%
% מסה"כ הכנסות	16.8%	24.3%	28.2%	24.9%
סה"כ הכנסות	97,126	94,702	89,355	93,059
% הצמיחה	2.6%	6.0%	-4.0%	-10.2%

הכנסות החברה נובעות, כאמור, ממכירת מוצרי אריזה גמישים לשוק המקומי ולחו"ל. בשנת 2017, לראשונה, מזה 7 שנים, הכנסות החברה צמחו ועמדו על כ-94.7 מיליון ש"ח.

בשנת 2018 צמחו הכנסות החברה כתוצאה מרכישת פעילות מגוון. בנטרול הכנסות מגוון, הנאמדות בכ-13.5 מלש"ח, פחתו הכנסות החברה בכ-11 מליון ש"ח. היות והכנסות מגוון הנן משוק מקומי, בנטרול הכנסות אלו ההכנסות בשוק המקומי פחתו בכ-4.3 מליון ש"ח.

מניתוח התפלגות ההכנסות בחתך גיאוגרפי, ניתן לראות שבשנים 2015-2018 עמדו הכנסות החברה מלקוחות חו"ל על כ-25-23 מיליון ש"ח ואילו בשנת 2018 קיימת ירידה בהכנסות מלקוחות חו"ל, של כ-6.8 מיליון ש"ח.

ב. רווח גולמי

להלן טבלה המציגה את הרכב עלות המכר של החברה לשנים 2015-2018 (מוצג באש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2018	2017	2016	2015
קניות	51,840	52,564	48,827	53,361
% מסה"כ ההכנסות	53.4%	55.5%	54.6%	57.3%
משכורות ונלוות	17,456	14,565	14,338	13,635
% מסה"כ ההכנסות	18.0%	15.4%	16.0%	14.7%
עבודות חוץ	1,601	487	277	802
% מסה"כ ההכנסות	1.6%	0.5%	0.3%	0.9%
אחרות	8,962	8,013	7,435	7,719
% מסה"כ ההכנסות	9.2%	8.5%	8.3%	8.3%
פחת	12,477	11,181	10,734	9,868
% מסה"כ ההכנסות	12.8%	11.8%	12.0%	10.6%
סה"כ	92,336	86,810	81,611	85,385
% מסה"כ ההכנסות	95.1%	91.7%	91.3%	91.8%
בנטרול פחת	82.2%	79.9%	79.3%	81.1%

שיעור עלות המכר הנו די יציב בשנים 2015-2017 ונאמד במוצע בכ-91.5%. בשנת 2018 קיים גידול מהותי בשיעור עלות המכר הנובע, בעיקר משכר ועבודות חוץ. בהשוואה לשנת 2017 הגידול נובע מפעילות מגוון, הנאמד בכ-3.9% מש"ח. בנוסף, בשנת 2018 ישנן הוצאות חד פעמיות הכוללות: (א) שכר חופף טכנולוג כ-400 אש"ח (ב) שכר מנהל איכות חופף ע"ס כ-75 אש"ח (ג) שכר מנהל למינציה חופף ע"ס כ-100 אש"ח.

מבחינת שיעור הקניות, ניתן לראות שהחברה התייעלה ועדין ממשיכה לשפר את תנאי הרכש ויעילות הייצור, ושיעור הקניות פחת לרמה של כ-53.1%. הגידול בהוצאות.

ג. הוצאות תפעוליות

להלן טבלה המציגה את הרכב הוצאות הנהלה וכלליות ומכירה והשיווק ("תפעוליות") של החברה לשנים 2015-2018 (מוצג באש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2018	2017	2016	2015
משכורות ונלוות	3,837	3,001	2,993	2,571
% מסה"כ ההכנסות	4.0%	3.2%	3.3%	2.8%
הובלה ומשלוחים	2,049	1,987	2,505	1,887
% מסה"כ ההכנסות	2.1%	2.1%	2.8%	2.0%
עמלות שיווק	549	901	272	425
% מסה"כ ההכנסות	0.6%	1.0%	0.3%	0.5%
אחרות	899	699	722	609
% מסה"כ ההכנסות	0.9%	0.7%	0.8%	0.7%
פחת נ.בלתי מוחשי	405	71	203	406
% מסה"כ ההכנסות	0.4%	0.1%	0.2%	0.4%
סה"כ	7,739	6,659	6,695	5,898
% מסה"כ ההכנסות	8.0%	7.0%	7.5%	6.3%
בנטרול פחת	7.6%	7.0%	7.3%	5.9%

בשנים 2015-2016 סך הוצאות נאמד בכ-6.7 מיליון ש"ח. בשנת 2018, עם מיזוג פעילות מגוון, גדלו הוצאות אלו לכ-7.7 מיליון ש"ח.

בשנת 2018 הוחלפו חלק מאנשי המכירות מה שגרם לעלות חד פעמית של כ-220 אש"ח.

ד. רווחי EBITDA

בהתאמה לאמור לעיל, להלן מוצג רווחי ה-EBITDA של החברה לשנים 2015-2018 (מוצג באש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

2018	2017	2016	2015	
9,933	11,987	12,050	15,012	EBITDA
10.2%	12.7%	13.5%	16.1%	% מסה"כ ההכנסות

4.2 מאזנים

להלן תמצית מאזני החברה ליום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2016-2018 (נתונים מוצגים באלפי ש"ח וכאחוז מסך המאזן):

כאחוז מסה"כ התחייבויות			מאזן באש"ח			כאחוז מסה"כ נכסים			מאזן באש"ח					
2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018			
												פאסיב	אקטיב	
													רכוש שוטף	
1.5%	2.2%	1.8%	2,558	3,826	3,514	1.6%	4.0%	5.9%	2,627	7,080	11,328	מזומנים		
28.4%	23.6%	29.8%	47,801	41,707	57,099	11.3%	13.2%	11.8%	18,965	23,273	22,585	לקוחות		
9.8%	16.2%	12.4%	16,522	28,616	23,810	0.9%	1.1%	0.9%	1,436	2,020	1,658	חייבים		
39.7%	42.0%	44.0%	66,881	74,149	84,423	23.7%	22.8%	22.8%	39,833	40,259	43,671	מלאי		
						37.4%	41.1%	41.3%	62,861	72,632	79,242	סה"כ		
													רכוש לא שוטף	
													תמורה מותנית	
	1.4%	3.3%		2,483	6,276								1,352	
		0.3%			574								50,528	
5.5%	5.1%	4.4%	9,247	8,998	8,447				54,890	55,460	59,098	רכוש קבוע		
0.0%	0.0%	0.0%	29	29	29				62.6%	58.9%	58.7%	105,418	103,886	112,423
5.5%	6.5%	8.0%	9,276	11,510	15,326								נכס בלתי מוחשי	
													סה"כ	
54.7%	51.5%	48.0%	92,122	90,859	91,916									
54.7%	51.5%	48.0%	92,122	90,859	91,916									
100.0%	100.0%	100.0%	168,279	176,518	191,665	100.0%	100.0%	100.0%	168,279	176,518	191,665	סה"כ פאסיב	סה"כ אקטיב	

פרק 5

הערכת הסכום בר-השבה

5.1 כללי

תקן 36 מגדיר סכום בר השבה כגבוה מבין השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של הנכס לבין שווי השימוש בו. עם זאת, כאשר אחד מבין סכומים אלו עולה על הערך בספרים של הנכס, לא חלה ירידה בערך הנכס ואין צורך לאמוד את הסכום האחר. זאת ועוד, לעיתים אין זה אפשרי לקבוע את מחיר המכירה נטו, מכיוון שלא קיים בסיס לאומדן מהימן של התמורה שתקבל ממכירת הנכס בעסקה בתום לב בין קונה מרצון למוכר ברצון, הפועלים בצורה מושכלת. במקרה זה הסכום בר-ההשבה של הנכס יהיה שווי השימוש שלו.

הראיה הטובה ביותר לשווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של נכס/פעילות היא המחיר שנקבע בהסכם מכירה מחייב בעסקה בתום לב בין קונה מרצון ומוכר ברצון, הפועלים בצורה מושכלת, בניכוי עלויות תוספתיות שייחסו ישירות למימוש הנכס. כאשר אין הסכם מכירה מחייב, אך הנכס נסחר בשוק פעיל, השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה יהיה מחיר השוק של הנכס בניכוי עלויות המימוש. כאשר אין הסכם מכירה מחייב או שוק פעיל לנכס, השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה יתבסס על המידע הזמין הטוב ביותר על מנת לשקף את הסכום שהתאגיד יכול לקבל, בתאריך המאזן, תמורת מימוש הנכס בעסקה בתום לב בין קונה מרצון ומוכר ברצון, הפועלים בצורה מושכלת, לאחר ניכוי עלויות מימוש.

שווי השימוש של הנכס הוא הערך הנוכחי של אומדן תזרימי המזומנים העתידיים, הצפויים לנבוע משימוש מתמשך בנכס וממימושו בתום החיים השימושיים שלו.

סכום בר-השבה ייקבע לגבי כל נכס בנפרד, אלא אם הנכס אינו מניב תזרימי מזומנים חיוביים משימוש מתמשך, שהם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי

מזומנים חיוביים מנכסים אחרים, או מקבוצות נכסים אחרות. אם זה המקרה, הסכום בר-ההשבה ייקבע לגבי היחידה מניבה-מזומנים אליה שייך הנכס.

כאמור, מוניטין, הנובע מרכישה, מייצג תשלום שביצע הרוכש מתוך ציפיות להטבות כלכליות עתידיות. מוניטין אינו מניב תזרימי מזומנים באופן בלתי תלוי מנכסים אחרים, או מקבוצות נכסים אחרות, ועל כן, לא ניתן לקבוע את סכום בר-ההשבה של מוניטין כנכס נפרד. אי לכך, אם קיימים סימנים לירידת ערך של המוניטין, הסכום בר-ההשבה ייקבע ליחידה מניבה-מזומנים אליה שייך המוניטין. סכום זה ישווה לערך בספרים של יחידה מניבה-מזומנים זו והפסד כלשהו מירידת ערך יוכר אם ורק אם הסכום בר-ההשבה שלה נמוך מערכה בספרים.

היות ופעילות החברה זוהתה כיחידה מניבה-מזומנים הקטנה ביותר אליה ניתן להקצות את המוניטין הנובע מהעסקה והיות ולא קיימת סחירות גבוהה במניות החברה, לא קיים בסיס לאומדן מהימן של התמורה שתקבל ממכירתה בעסקה בתום לב בין קונה מרצון למוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת. אי לכך לא ניתן לקבוע את השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של פעילות החברה, לפיכך, הסכום בר-ההשבה שלה יהיה שווי השימוש שלה.

אמידת שווי השימוש של יחידה מניבה-מזומנים כוללת את השלבים הבאים:

(א) אמידת תזרימי המזומנים העתידיים, הן החיוביים והן השליליים, שינבעו משימוש מתמשך ביחידה מניבה-מזומנים וממימושה הסופי, וכן,

(ב) יישום שיעור ניכיון מתאים לתזרימי מזומנים עתידיים אלו.

במידת שווי השימוש יושמו הוראות התקן הבאות:

(א) תחזיות תזרימי המזומנים התבססו על הנחות סבירות ומבוססות, המייצגות את האומדן הטוב ביותר של ההנהלה לגבי התנאים הכלכליים, שישררו במהלך יתרת החיים השימושיים של היחידה מניבה- מזומנים.

(ב) תחזיות תזרימי המזומנים של היחידה מניבה-מזומנים התבססו על תחזיות כספיות העדכניות ביותר שאושרו על ידי הנהלת החברה, לתקופה של חמש שנים.

(ג) תחזיות תזרימי המזומנים עד לתום תקופת החיים השימושיים של היחידה מניבה-מזומנים, מעבר לחמש השנים הראשונות, נאמדו על ידי אקסטרפולציה של תחזיות החברה לתקופה של חמש שנים.

תחזיות תזרימי המזומנים העתידיים כוללות:

(א) תחזיות תזרימי מזומנים חיוביים מהשימוש המתמשך ביחידה מניבה-מזומנים;

(ב) תחזיות תזרימי מזומנים שליליים, הנגרמים בהכרח, על מנת לייצר את תזרימי המזומנים החיוביים מהשימוש המתמשך ביחידה מניבה-מזומנים, ואשר ניתן לייחסן במישרון, או להקצותם באופן סביר ועקבי, ליחידה מניבה- מזומנים, וכן

(ג) תזרימי מזומנים נטו, שיתקבלו או ישולמו במימוש היחידה מניבה-מזומנים בתום תקופת החיים השימושיים שלה.

⁶ לפירוט ראה סעיף 5.4 להלן.

בהתאם להוראות התקן, תזרימי המזומנים העתידיים יאמדו לגבי היחידה-מניבה-מזומנים במצבה הנוכחי, ולפיכך, אומדני תזרימי המזומנים העתידיים אינם כוללים אומדני תזרימי מזומנים חיוביים או שליליים הצפויים לנבוע משינוי מבני עתידי שהחברה טרם התקשרה לגביו, או מיציאה הונית עתידית (Future capital expenditure) שתשפר או תגדיל את רמת הביצועים של היחידה מניבה-מזומנים מעבר לזו שהוערכה לפני אותה יציאה הונית.

כמו כן, אומדני תזרימי המזומנים העתידיים אינם כוללים תזרימי מזומנים חיוביים או שליליים מפעילות מימון.

זרמי המזומנים נחזו והונו לשנות התחזית, וכן הוון שווי החברה לתום התקופה. כיוון שהונח שהחברה הינה "עסק חי", וכי תמשיך בפעילותה גם לאחר תום התקופה האמורה, נאמד, בהתאם, שווייה בתום התקופה, כערך הנוכחי של זרמי המזומנים עד לאינסוף, על בסיס תזרים מייצג לתקופה, תוך הנחה כי תקייים צמיחה ריאלית של 1.5% בתזרים זה.

לצורך היוון תזרימי המזומנים של היחידה מניבה-מזומנים, נעשה שימוש בשיעור ניכיון לאחר מס, המשקף הערכות שוק של ערך הזמן של הכסף ואת הסיכונים הספציפיים של כל יחידה מניבה- מזומנים. שיעור זה נאמד על פי ממוצע משוקלל של עלות ההון (Weighted Average Cost of Capital) של החברה. שיעור הניכיון אחרי מס לפיו הונו זרמי המזומנים התפעוליים נקבע ל- 11.8%⁶.

5.2 שיטת ההערכה

לצורך בחינת שווי השימוש ובהתאם לדרישות התקינה החשבונאית הרלוונטית, נקטנו בשיטת היוון זרמי המזומנים וכגישה תומכת נעשה שימוש בשיטת היוון זרמי המזומנים:

שיטת היוון זרמי המזומנים מבוססת על הערכת יכולתו של העסק להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי העסק באמצעות היוון זרמי המזומנים, אשר צפוי כי יפיק בעתיד. זרמי המזומנים העתידיים מהוונים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות העסק, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק בעל סיכון דומה.

שיטת היוון זרמי המזומנים הינה השיטה המקובלת ובעלת הבסיס התיאורטי המוצק ביותר. לצורך שימוש בשיטה זו יש לבנות מודל פיננסי, אשר יחזה את המכירות, עלות המכירות, הוצאות ההנהלה והמכירה, המסים וההשקעות, וזאת לצורך גזירת תזרים המזומנים החזוי. יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לעסק הספציפי והתייחסותה לגורמים ייחודיים בעסק נשוא ההערכה. מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית. חסרונותיה של השיטה טמונים בקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות הרלבנטיות, ולקבוע את מחיר ההון המתאים.

5.3 עקרונות ההערכה

להלן שלבי ההערכה:

- ניתוח שווקי המכירות של החברה;
- חיזוי ההכנסות;
- ניתוח מבנה ההוצאות, וחיזוי ההוצאות הנדרשות להשגת ההכנסות;
- חיזוי ההשקעות הנדרשות בתקופת הבדיקה;
- בניית דוחות כספיים חזויים (דוחות רווח והפסד, דוחות מאזן ותזרימי מזומנים);
- חישוב השווי הכלכלי של פעילות החברה על ידי היוון תזרים המזומנים התפעולי (לאחר נטרול שינוי בהון חוזר תפעולי) ותזרים ההשקעות, תוך שימוש במחיר הון משוקלל המותאם לסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בפעילותה.

5.4 שיעור ההיוון

בעבודתנו ולשם הערכת שיעור התשואה לנכסים המוערכים בעבודה זו נלקח מחיר ההון המשוקלל. שיעור זה נאמד על פי הממוצע המשוקלל של מחיר ההון (WACC - Weighted Average Cost of Capital) על פי הנוסחא כמפורט להלן:

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

כאשר:

פרמיית הסיכון הממוצעת בשוק, הנדרשת על ידי משקיע בין-לאומי הפועל בישראל ונאמדת בכ-6.9%.

מקדם הסיכון היחסי. מקדם זה משקף את הסיכון היחסי הכרוך בהשקעה מסוימת ומבוסס על רמת המתאם בין תשואת ההשקעה עם תשואת שוק ההון כולו.

ה- β נוטה להיות גבוהה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה גבוה יותר. בזמן אמידת ה- β בעזרת השוואה לחברות אחרות, יש לתקן את ה- β והתאמתה לרמת המינוף הפיננסי של החברה. דבר זה נעשה על ידי ניכוי השפעת המנוף הפיננסי של ה- β בשלב הראשון, כלומר חישוב ה-" β התפעולית", וחישוב דרגת המנוף הספציפית של החברה, בשלב השני. הקשר בין ה-" β התפעולית" ל- β הכוללת את השפעת המנוף הפיננסי הוא:

$$\beta I = \beta U [1 + (1 - T)(D/E)]$$

הזר, T- שיעור המס, βU - " β התפעולית" ואילו βI הנה ה- β הכוללת את השפעת המינוף הפיננסי.⁹ היות והחברה אינה נסחרת, לקחנו את ממוצע β^{10} הלא ממונפת של 6 חברות דומות

¹⁰ ה- β מחושבת על פי רגרסיות של חברות ציבוריות מול תשואת תיק השוק (תא 125 או S&P500) בחישוב חודשי ביחס לשערי המניות ב-5 שנים שקדמו למועד עבודתנו.

-WACC שיעור התשואה המשוקלל הנדרש על ידי בעלי המניות ;

-Kd שיעור התשואה על החוב ;

-D/(E+D) שיעור החוב מסך הנכסים ;

-Ke שיעור התשואה על ההון העצמי ;

-E/(E+D) שיעור ההון העצמי מסך הנכסים ;

מחיר ההון העצמי, או התשואה הנדרשת על ההון העצמי, נקבעת ויידוע מודל CAPM (Capital Asset Pricing Model). מחיר ההון העצמי לפי מודל זה מורכב משער ריבית חסר סיכון על אגרות חוב ארוכות טווח, בתוספת מכפלת פרמיית הסיכון הממוצעת של שוק המניות במקדם הסיכון היחסי של החברה, ביטא, המשקף את הרגישות של שווי השקעה לתנודות בשוק ההון בכללותו ובתוספת פרמיה ספציפית, בהתאם לנוסחא הבאה :

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

כאשר :

-Rf ריבית חסרת סיכון. ריבית זו נקבעה על בסיס התשואה של אג"ח צמודות מדד של ממשלת ישראל בעלות מח"מ של כ-15 שנים ושיעורה נאמד בכ-1.3%.

⁷ מקור : אתר הבורסה, ממשל צמודה 536.

⁸ מקור : Aswath Damodaran

⁹ לפירוט ראה משה בן חורין "שוק ההון וניירות הערך", (פרק 18).

בהתאם לפרמטרים אלו, מחיר ההון שנקבע (לאחר מס) הינו 11.8% כמפורט בטבלה הבאה:

31.12.2017	31.12.2018	
0.9%	1.3%	שיעור ריבית חסרת סיכון בישראל
0.73	0.73	β תפעולית
5.9%	6.9%	פרמיית השוק
9%	9%	פרמיית סיכון נוספת
14.2%	15.3%	מחיר ההון (Ke)
35%	36%	שיעור החוב ¹²
16%	16%	שיעור מגן המס לטווח ארוך
4.5%	6.7%	מחיר החוב המייצג ¹³
10.6%	11.8%	מחיר ההון המשוקלל (WACC)

שיעור ההיוון שנבחר הנו מחיר ההון של החברה לפני מס הנאמד בכ- 13.3% (אשתקד כ-12%).

הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב ובחוו"ל שהינה כ-0.5. על בסיס זה חישבנו את ה- β של החברה אשר הנה 0.73.

שיעור תשואה נוסף, המיוחס למניית החברה ומשקף סיכונים ספציפיים כגון העדר סחירות, חברה קטנה וכד'. פרמיה בגין חברה קטנה נאמדה על ידינו בשיעור של כ-16%¹¹, בין היתר, בהתחשב בגודל חברות המדגם. עקב אי עמידת החברה בתחזיותיה, העמדנו פרמיה זו על כ-9%.

-R_s

להלן טבלה המציגה את חברות המדגם:

שם החברה	ביטא	D/(D+E)	ביטא לא ממונפת
פלסטו קרגל	1.64	71%	0.50
פלסטופיל	0.42	34%	0.29
גניגר מפעלי פלסטיקה	0.56	40%	0.36
Intertape Polymer Group Inc	0.85	31%	0.63
Amcor Limited	0.57	19%	0.48
Bemis Co	0.85	21%	0.70
ממוצע	0.81	36%	0.49

¹³ מקור: לחברה ציטוט להלוואה צמודה במח"מ 3.5 שנים בריבית של 3.9%. ביצענו התאמת מח"מ (ל-15 שנים) לדרוג זה על בסיס מאגר מידע מרווח הוגן.

¹¹ מקור: משה בן חורין, "שוק ההון וניירות הערך" (פרק 1) ו-D&P 2018 Valuation Handbook.
¹² על פי חברות המדגם.

פרק 6

הערכת השווי בשיטת היוון תזרימי המזומנים

6.1 כללי

הערכת השווי של פעילות החברה יושמה על בסיס היוון זרמי המזומנים העתידי שלה. לשם כך, בנינו תרחיש הכנסות והוצאות ל-5 השנים הבאות ולשנה מייצגת.

6.2 תחזית רווח והפסד

להלן מוצגת תחזית דוחות הרווח וההפסד של החברה ל-5 השנים הבאות ולשנה המייצגת, יחד עם נתוני השנים 2015-2018 (מוצג באש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

שנה מייצגת	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
121,804	120,004	118,231	116,484	114,762	113,066	97,126	94,702	89,355	93,059	הכנסות
1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	16.4%	2.6%	6.0%	-4.0%	-10.2%	% הצמחה
101,425	104,613	104,051	103,550	103,935	103,353	92,336	86,810	81,611	85,385	עלות מכר
83.3%	87.2%	88.0%	88.9%	90.6%	91.4%	95.1%	91.7%	91.3%	91.8%	% מסה"כ ההכנסות
20,379	15,391	14,179	12,934	10,827	9,713	4,790	7,892	7,744	7,674	רווח גולמי
16.7%	12.8%	12.0%	11.1%	9.4%	8.6%	4.9%	8.3%	8.7%	8.2%	% מסה"כ ההכנסות
7,036	6,977	6,919	6,862	7,155	7,460	7,739	6,659	6,695	5,898	הוצאות תפעוליות
5.8%	5.8%	5.9%	5.9%	6.2%	6.6%	8.0%	7.0%	7.5%	6.3%	% מסה"כ ההכנסות
13,343	8,414	7,260	6,072	3,672	2,253	(2,949)	1,233	1,049	1,776	רווח (הפסד) תפעולי
11.0%	7.0%	6.1%	5.2%	3.2%	2.0%	-3.0%	1.3%	1.2%	1.9%	% מסה"כ ההכנסות
2,135	1,346	1,162	971	588	360					הוצאות מסים
1.8%	1.1%	1.0%	0.8%	0.5%	0.3%					% מסה"כ ההכנסות
11,209	7,068	6,098	5,100	3,085	1,893					רווח נקי
9.2%	5.9%	5.2%	4.4%	2.7%	1.7%					% מסה"כ ההכנסות
19,443	18,953	18,472	17,999	16,361	15,432	9,933	11,987	12,050	15,012	EBITDA
16.0%	15.8%	15.6%	15.5%	14.3%	13.6%	10.2%	12.7%	13.5%	16.1%	% מסה"כ ההכנסות

6.3 תחזית הכנסות

להלן מוצגת תחזית ההכנסות של החברה לשנים 2019-2023, יחד עם נתוני השנים 2016-2018 (מוצג באש"ח):

2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	
97,938	96,491	95,065	93,660	92,276	80,835	71,643	64,172	הכנסות שוק מקומי
1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	14.2%	12.8%	11.6%	-8.1%	% הצמחה
81.6%	81.6%	81.6%	81.6%	81.6%	83.2%	75.7%	71.8%	% מסה"כ הכנסות
22,066	21,740	21,418	21,102	20,790	16,291	23,059	25,183	הכנסות חו"ל
1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	27.6%	-29.4%	-8.4%	8.5%	% הצמחה
18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	16.8%	24.3%	28.2%	% מסה"כ הכנסות
120,004	118,231	116,484	114,762	113,066	97,126	94,702	89,355	סה"כ הכנסות
1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	16.4%	2.6%	6.0%	-4.0%	% הצמחה
134,000	130,700	126,100	121,800	117,130				תחזית הנהלת החברה
-13,996	-12,469	-9,616	-7,038	-4,064				הפרש

להלן התייחסות פרטנית לתחזית ההכנסות של החברה:

- הכנסות החברה נובעות, כאמור, ממכירת מוצרי אריזה גמישים לשוק המקומי ולחו"ל.
- כמפורט בהרחבה לעיל, ברבעון הראשון של שנת 2018 רכשה החברה את פעילות מגוון אשר הכנסותיה הסתכמו בחודשים 4-12.2018 בכ-13.5 מיליון ש"ח.
- עקב אי עמידת החברה בתקציב בשנים עברו (למעט שנת 2017), התחזית לשנת 2019 הנה שמרנית באופן מהותי מתחזית הנהלת החברה. בנוסף, גם פרמיית הסיכון במחיר ההון הנה בהתאם.
- נכון ליום 31.12.2018 לחברה צבר הזמנות של כ-15.5 מיליון ש"ח (אשתקד 15.6 מיליון ש"ח).

ה. סך מכירות החברה בחודש ינואר 2019 נאמד בכ-10.5 מיליון ש"ח (כאשר פעילות מגוון נאמדת בכ-1.7 מיליון ש"ח).

ו. היות והחברה לא עמדה בתחזיותיה, הנחנו שהכנסות החברה יצמחו בשיעור של 1.5% בכל שנה, החל משנת 2020, למרות שתחזית החברה הנה לצמיחה בשיעורים גבוהים יותר.

ז. חשוב לציין, הכנסות פעילות מגוון נאמדות בשנת 2018 (בנרמול לשנה) בכ-18 מיליון ש"ח. קרי, בנטרול הכנסות אלו, תחזית הכנסות החברה לשנת 2019 הנה לכ-95 מיליון ש"ח - בדומה לשנת 2017.

6.4 תחזית רווח גולמי ועלות מכר

להלן מוצגת תחזית עלות המכר ושיעורה מסך ההכנסות לשנים 2019-2023, יחד עם נתוני השנים 2016-2018 (מוצג באש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	
63,811	62,868	61,939	61,640	61,342	51,840	52,564	48,827	קניית
53.2%	53.2%	53.2%	53.7%	54.3%	53.4%	55.5%	54.6%	% מסה"כ ההכנסות
18,740	18,532	18,326	18,221	18,117	17,456	14,565	14,338	משכורות ונלוות
15.6%	15.7%	15.7%	15.9%	16.0%	18.0%	15.4%	16.0%	% מסה"כ ההכנסות
1,231	1,217	1,203	1,190	1,177	1,601	487	277	עבודות חוץ
1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.6%	0.5%	0.3%	% מסה"כ ההכנסות
10,292	10,223	10,155	10,196	10,012	8,962	8,013	7,435	אחרות
8.6%	8.6%	8.7%	8.9%	8.9%	9.2%	8.5%	8.3%	% מסה"כ ההכנסות
10,539	11,212	11,928	12,689	12,705	12,477	11,181	10,734	פחת
8.8%	9.5%	10.2%	11.1%	11.2%	12.8%	11.8%	12.0%	% מסה"כ ההכנסות
104,613	104,051	103,550	103,935	103,353	92,336	86,810	81,611	סה"כ
87.2%	88.0%	88.9%	90.6%	91.4%	95.1%	91.7%	91.3%	% מסה"כ ההכנסות
78.4%	78.5%	78.7%	79.5%	80.2%	82.2%	79.9%	79.3%	בנטרול פחת

2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	
3,419	3,406	3,393	3,730	3,566	3,837	3,001	2,993	משכורות ונלוות
2.8%	2.9%	2.9%	3.3%	3.2%	4.0%	3.2%	3.3%	% מסה"כ ההכנסות
2,457	2,421	2,385	2,350	2,315	2,049	1,987	2,505	הובלה ומשלוחים
2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.8%	% מסה"כ ההכנסות
433	427	421	414	408	549	901	272	עמלות שיווק
0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	1.0%	0.3%	% מסה"כ ההכנסות
668	666	663	661	697	899	699	722	אחרות
0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.9%	0.7%	0.8%	% מסה"כ ההכנסות
-	-	-	-	474	405	71	203	פחת נבלתי מוחשי
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.1%	0.2%	% מסה"כ ההכנסות
6,977	6,919	6,862	7,155	7,460	7,739	6,659	6,695	סה"כ
5.8%	5.9%	5.9%	6.2%	6.6%	8.0%	7.0%	7.5%	% מסה"כ ההכנסות
5.8%	5.9%	5.9%	6.2%	6.2%	7.6%	7.0%	7.3%	בטווח פחת

להלן הפרמטרים אשר על בסיסם נבנתה תחזית הוצאות התפעול:

א. תחזית הוצאות התפעול לשנת 2018 מתבססת על הנהלת החברה. להלן עיקרי הנחות החברה:

i. בשנת 2018 הוחלפו חלק מאנשי המכירות מה שגרם לעלות חד פעמית של כ-220 אש"ח.

ii. כאמור לעיל, כחלק מרכישת מגוון, החברה צופה כי החל מחודש 4.2020, עת מסתיים חוזה השכירות של פעילות מגוון באתר משמר דוד, תועתק פעילות מגוון לאתר החברה במשמר השרון. בהתאם לכך צפויות להיחסך לחברה עלויות בשנים 2020 ו-2021.

ב. ההוצאות התפעוליות כוללות מספר סוגי הוצאות אשר מוגדרות כהוצאות קבועות, הוצאות משתנות או הוצאות מעורבות. כל סוג הוצאה נבחן בהסתמך על הרכבו ונקבע מה שיעור התאמתו לגידול בהכנסות (שנת בסיס הינה 2019), כדלקמן:

להלן הפרמטרים אשר על בסיסם נבנתה תחזית עלות המכר:

- א. תחזית עלות המכר לשנת 2019 מתבססת על הנהלת החברה.
- ב. בטווח הארוך שיעור עלות המכר, בנטרול פחת, צפוי לעמוד על כ-78.4%, נמוך במעט משיעורו הממוצע בשנים 2016-2017.
- ג. כמצויין לעיל, עלות המכר בשנת 2018 כוללת את פעילות מגוון.
- ד. כחלק מרכישת מגוון, החברה צופה כי החל מחודש 4.2020, עת מסתיים חוזה השכירות של פעילות מגוון באתר משמר דוד, תועתק פעילות מגוון לאתר החברה במשמר השרון. החברה מניחה כי בשנת 2020, עת המעבר, תגרם לחברה עלות חד פעמית של כ-450 אש"ח אשר מהותה שינוע האתר ושינוי המבנה הארגוני ובמקביל חסכון בשכר עבודות ותקרות ביצור. בהתאם לכך, שיעור עלות המכר צפוי לקטון בשנים 2020-2021.
- ה. בנוסף, בשנת 2018 ישנן הוצאות חד פעמיות הכוללות: (א) שכר חופף טכנולוג כ-400 אש"ח (ב) שכר מנהל איכות חופף ע"ס כ-75 אש"ח (ג) שכר מנהל למינציה חופף ע"ס כ-100 אש"ח.

להלן מוצגת תחזית הרווח הגולמי של החברה לשנים 2019-2023, יחד עם נתוני השנים 2016-2018 (מוצג באש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	
15,391	14,179	12,934	10,827	9,713	4,790	7,892	7,744	רווח גולמי
12.8%	12.0%	11.1%	9.4%	8.6%	4.9%	8.3%	8.7%	% מסה"כ ההכנסות

6.5 הוצאות תפעוליות

להלן מוצגת תחזית הוצאות המכירה והשיווק והנהלה וכלליות ("הוצאות תפעוליות") של החברה לשנים 2019-2023, יחד עם נתוני השנים 2016-2018 (מוצג באש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

6.8 מיסים על הכנסה

לחברה מעמד של "חברה תעשייתית" כמשמעותו בחוק עידוד התעשייה (מיסים), התשכ"ט-1969. בהתאם למעמד זה ומכוח תקנות שפורסמו, זכאית החברה לתבוע, ואף תבעה, ניכוי פחת בשיעורים מוגדלים לציוד המשמש בפעילות תעשייה, כפי שנקבע בתקנות.

בנוסף, מכח תיקונים בחוק לעידוד השקעות הון, התשי"ט-1959 נחשבת החברה כחברה מועדפת בעלת מפעל מועדף ושיעור המס שיחולו עליה הנו 16%.

6.9 השקעות

השקעה ברכוש קבוע

החברה הינה עתירה ברכוש קבוע ועתידה להמשיך להיות. להלן מוצגים סך ההשקעה ברכוש קבוע והוצאות הפחת (בגין רכוש קבוע וללא נכסים בלתי מוחשיים) בשנות התחזית 2019-2023 ובשנה המייצגת יחד עם נתוני השנים 2016-2018 (מוצג באש"ח):

ש.מייצגת	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
	תחזית					במפעל			
השקעות, נטו	6,100	5,800	4,800	3,000	3,000	2,000	6,300	8,950	12,100
פחת רכוש קבוע	6,100	10,539	11,212	11,928	12,689	12,705	12,477	11,054	10,734

סך ההשקעה בשנת 2018 אינו כולל את רכישת המכונות של מגוון.

- i. משכורות ונלוות, אחזקת מחשבים ואחרות – התאמנו הוצאה זו בשיעור של 25% משיעור השינוי בהכנסות.
- ii. הובלה ומשלוחים ועמלות שיווק – התאמנו הוצאה זו בשיעור מלא משיעור השינוי בהכנסות (100%).
- iii. פחת נכסים בלתי מוחשיים – אין בתחזית התייחסות לפחת חשבונאי אשר אינו מקנה הטבה לצרכי מס (הפחתה של מו"פ), היות ואין השפעה על השווי.

6.6 רווחי EBITDA

בהתאם למפורט לעיל, להלן מוצגת תחזית רווחי ה-EBITDA של החברה לשנים 2019-2023, יחד עם נתוני השנים 2016-2018 (מוצג באש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016
EBITDA	18,953	18,472	17,999	16,361	15,432	9,933	11,987	12,050
% מטה"כ ההכנסות	15.8%	15.6%	15.5%	14.3%	13.6%	10.2%	12.7%	13.5%

יש לציין, פעילות מגוון צפויה לתרום לרווחיות כ- 3-5 מיליון ש"ח.

6.7 הוצאות מימון

היות והערכת השווי חושבה בהסתמך על שיטת היוון זרמי המזומנים, אין אנו כוללים תזרימי מזומנים, בין אם חיוביים ובין אם שליליים, מפעילות מימון. חישוב הערך הנוכחי מביא בחשבון את מרכיב המימון (ערך הזמן של הכסף) ובכך אף מנטרל את השפעת דרך המימון.

תחזית השקעות ברכוש קבוע

תחזית ההשקעות ברכוש קבוע מתבססת על הנהלת החברה ועל הפרמטרים הבאים:

- כפי שניתן לראות, בשנים 2016-2018 ביצעה החברה השקעות מהותיות והחליפה מספר מכונות ורכשה קווי יצור.
- החברה רכשה את פעילות מגוון לרבות הרכוש הקבוע שלה.
- ההשקעה השוטפת של החברה לצורך שמירה על הקיים מוערכת בכ- 3.5-4 מיליון ש"ח. כידוע, עלויות תחזוקה שוטפות מקבלות ביטוי בהוצאות החרושת.
- בשנת 2019 נלקחו השקעות נמוכות היות ועיקר ההשקעה בוצעה בשנים 2016-2018.
- לחברה כושר ייצור קיים אשר יכול לשרת הכנסות של לפחות 120 מיליון ש"ח (ללא מגוון).
- בהתאם לכך, ההשקעה השוטפת הנה לצורך שמירה על הקיים.

השקעה בהון חוזר תפעולי

לשם חישוב ההשקעה הצפויה בהון חוזר תפעולי, ערכנו תחזית פרטנית לסעיפי הלקוחות, חייבים, מלאי, ספקים וזכאים. ההשקעה השנתית בהון חוזר חושבה על בסיס מדיניות האשראי של החברה בעבר ותחזיותיה לעתיד. מפורטות להלן ההנחות אשר שימשו בבסיס התחזית לסעיפי ההון החוזר התפעולי:

א. ימי לקוחות – ימי הלקוחות חושבו ביחס למחזור ההכנסות של החברה. על פי החברה, ימי לקוחות חו"ל הנו נמוך באופן מהותי מימי לקוחות בשוק המקומי היות והמכירה ללקוחות חו"ל הנה על בסיס מקדמות, תנאי אשראי נוקשים יותר, הנם בתנאי LC או CAD וכד'. בנוסף, החברה שיפרה וממשיכה לשפר את מערך הגבייה ותנאי האשראי ללקוחותיה. ימי הלקוחות יעמדו בשנות התחזית על 84 ימים (ממוצע השנים 2016-2018).

ב. ימי מלאי – ימי המלאי חושבו ביחס לעלות המכר. כפי שניתן לראות קיים גידול בימי המלאי בהשוואה לשנים קודמות. על פי הנהלת החברה, יתרות המלאי יחזרו לרמתן הנורמטיבית. הונח כי ימי המלאי ירדו בשנים 2019 ו-2020 עד לכ-190 ימים.

ג. ימי הספקים – ימי הספקים חושבו ביחס לקניות. ממוצע ימי הספקים בשנים 2016-2018 הנו כ-350 ימים. הונח שהחל משנת 2019 ימי הספקים יעמדו על רמתם הממוצעת.

ד. ימי חייבים וזכאים¹⁴ – הנחנו כי ימים אלו יעמדו על כ-7 ו-12 ימים, בהתאמה, לאורך כל שנות התחזית.

להלן טבלאות המציגות את ימי האשראי אשר נלקחו בתחשיב לשנים 2016-2018 ולשנות התחזית (מוצג אש"ח):

¹⁴ ימי הזכאים הנם בנטרול חו"ז בין חברתי המשקף התחייבות פיננסית.

*ערך שייר-היוון תזרים המזומנים בטווח הארוך, עד לאינסוף, בתוספת צמיחה שנתית של 1.5% במונחי שנת 2024.

לצורך הערכת שווי פעילות החברה, הוון תזרים המזומנים החופשי בתקופת התחזית, וכן ערך השייר בתום תקופת התחזית, למועד ההערכה (31.12.18), מתוך הנחה שזרמי המזומנים השנתיים מתפלגים באופן שווה על פני השנה.

תזרים המזומנים החופשי הוון במחיר הון לפני מס המשקף את הסיכון של החברה, שנאמד כאמור לעיל, ב-13.3% והינו **בטווח (+/-5%) שבין 102.8 מיליון ש"ח לבין 113.3 מיליון ש"ח** (ממוצע כ-107.9 מיליון ש"ח) (אשתקד כ-126.5 מיליון ש"ח).

בהערכת שווי של פעילות החברה, מתוקף תקן 36, אשר בוצעה על ידינו גם ליום 31.12.2016, שווי הפעילות הנגזר הנו 115.1 מיליון ש"ח.

6.11 ניתוח רגישות

בטבלה שלהלן, מוצג ניתוח רגישות של שווי הפעילות (ממוצע) של החברה על פי שיטת היוון זרמי המזומנים החופשיים, ביחס לשיעור ההיוון ולשיעור הצמיחה לטווח ארוך (באלפי ש"ח):

2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	
תחזית								
84	84	84	84	84	85	90	77	ימי לקוחות
7	7	7	7	7	6	8	6	ימי חייבים
190	190	190	195	200	200	194	205	ימי מלאי
350	350	350	350	350	402	290	357	ימי ספקים
12	12	12	12	12	14	13	10	ימי זכאים
14,466	14,329	14,192	15,118	15,844	7,719	21,223	10,459	הון חוזר נטו (אש"ח)
<i>138</i>	<i>136</i>	<i>(926)</i>	<i>(726)</i>	<i>8,125</i>	<i>(13,504)</i>	<i>10,764</i>	<i>(9,961)</i>	שינוי בהון חוזר

6.10 תחזית דוחות על תזרימי המזומנים

להלן מוצגת תחזית הדוחות על תזרימי המזומנים לשנים 2019-2023 ולשנה מייצגת (מוצג באש"ח):

שנה	2023	2022	2021	2020	2019	
מייצגת						
רווח תפעולי לפני מיסים	13,343	8,414	7,260	6,072	3,672	2,253
בתוספת פחת קיטון (גידול) בהון חוזר	6,100 (139)	10,539 (138)	11,212 (136)	11,928 926	12,689 726	13,179 (8,125)
תזרים מפעילות שוטפת	19,304	18,816	18,336	18,925	17,087	7,307
השקעות ברכוש קבוע	(6,100)	(5,800)	(4,800)	(3,000)	(3,000)	(2,000)
תזרים מזומנים	13,204	13,016	13,536	15,925	14,087	5,307
ערך שייר*	113,183					
תזרים מהוון 13.3%	63,470	7,408	8,732	11,644	11,674	4,985
סה"כ	107,915					

שיעור צמיחה לאינסוף							
3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%	0.0%	
144,826	139,243	134,260	129,785	125,745	122,079	118,738	11.3%
136,859	131,975	127,590	123,631	120,038	116,763	113,766	11.8%
129,744	125,446	121,565	118,044	114,834	111,896	109,198	12.3%
123,350	119,546	116,095	112,948	110,069	107,423	104,985	12.8%
117,121	113,769	110,713	107,915	105,343	102,972	100,779	13.3%
111,916	108,919	106,176	103,655	101,330	99,180	97,185	13.8%
107,165	104,476	102,004	99,725	97,616	95,660	93,841	14.3%
102,813	100,389	98,154	96,087	94,169	92,384	90,721	14.8%
98,810	96,618	94,591	92,710	90,960	89,328	87,803	15.3%

זוגל זארה

פרק 7

תחזית מול ביצוע

שנת 2016

- ההוצאות התפעוליות בפועל הן גבוהות בהשוואה לתחזית מבחינה אבסולוטית וגם מבחינת שיעורן מסך ההכנסות.
- מבחינת ה-EBITDA, גם במקרה זה קיים קיטון מבחינה כספית וגם מבחינת שיעורו מסך ההכנסות.

להלן טבלה המציגה את תחזית החברה לשנת 2016 בהשוואה לתוצאות בפועל של אותה שנה, כפי שהוצג בהערכת השווי של פעילות החברה ליום 31.12.2015 (מוצג באש"ח)¹⁵:

שנת 2017

להלן טבלה המציגה את תחזית החברה לשנת 2017 בהשוואה לתוצאות בפועל של אותה שנה, כפי שהוצג בהערכת השווי של פעילות החברה ליום 31.12.2016 (מוצג באש"ח):

תחזית	ביצוע	הפרש	ב- %
הכנסות	94,714	94,699	0.0%
% צמיחה	6.0%	6.0%	
עלות מכר	85,279	86,683	1.6%
% מסה"כ ההכנסות	90.0%	91.5%	
רווח גולמי	9,435	8,016	-15.0%
% מסה"כ ההכנסות	10.0%	8.5%	
הוצאות תפעוליות	6,807	6,786	-0.3%
% מסה"כ ההכנסות	7.2%	7.2%	
EBITDA	13,725	12,482	-9.1%
% מסה"כ ההכנסות	14.5%	13.2%	

מהניתוח לעיל עולה כי:

- החברה עמדה בתחזית הכנסותיה.

תחזית	ביצוע	הפרש	ב- %
הכנסות	100,485	89,356	-11.1%
% צמיחה	8.0%	-4.0%	
עלות מכר	90,076	81,611	-9.4%
% מסה"כ ההכנסות	89.6%	91.3%	
רווח גולמי	10,409	7,745	-25.6%
% מסה"כ ההכנסות	10.4%	8.7%	
הוצאות תפעוליות	5,844	6,695	14.6%
% מסה"כ ההכנסות	5.8%	7.5%	
EBITDA	15,151	11,987	-20.9%
% מסה"כ ההכנסות	15.1%	13.4%	

מהניתוח לעיל עולה כי:

- הכנסות החברה לשנת 2016 ירדו בכ- 11.1% לעומת התחזית. הקיטון הנו בעיקר בשוק המקומי.
- בהתאמה לקיטון בהכנסות קטן גם סך הרווח הגולמי וגם שיעורו מסך ההכנסות נשחק. בנטרול הוצאות פחת, שיעור הרווח הגולמי נאמד בכ- 79%, הן בתחזית והן בפועל.

¹⁵ תחזיות לשנים קודמות ניתן לראות גם בפרסומי החברה מיום 29.11.2015.

- שיעור הרווחיות הגולמית נשחק בשנת 2017 ביחס לתקציב. שכר עבודה ועבודות חוץ בייצור גדל בכ- 1.3% והוצאות אחרות בכ-0.5%.
- סך ההוצאות התפעוליות הנו זהה לתקציב.
- מבחינת ה-EBITDA, קיים קיטון מבחינה כספית וגם מבחינת שיעורו מסך ההכנסות. קיטון זה נובע משחיקת הרווחיות הגולמית.
- ראה גם ניתוח תוצאות בפועל וביחס למהלך שנת 2016 בפרק 4 לעיל.

שנת 2018

להלן טבלה המציגה את תחזית החברה לשנת 2018 בהשוואה לתוצאות בפועל של אותה שנה, כפי שהוצג בהערכת השווי של פעילות החברה ליום 31.12.2017. (מוצג באש"ח):

	תחזית	ביצוע	הפרש	ב- %
הכנסות	102,500	97,126	(5,374)	-5.2%
% צמיחה	8.2%	2.6%		
עלות מכר	93,322	92,336	(986)	-1.1%
% מסה"כ ההכנסות	91.0%	95.1%		
רווח גולמי	9,178	4,790	(4,388)	-47.8%
% מסה"כ ההכנסות	9.0%	4.9%		
הוצאות תפעוליות	6,709	7,739	1,030	15.4%
% מסה"כ ההכנסות	6.5%	8.0%		
EBITDA	13,982	9,933	(4,049)	-29.0%
% מסה"כ ההכנסות	13.6%	10.2%		

מהניתוח לעיל עולה כי:

- החברה לא עמדה בתחזית הן מבחינת ההכנסות והן מבחינת שיעורי הרווחיות.
- הכנסות החברה לשנת 2018 ירדו בכ- 5.2% לעומת התחזית ובנטרול פעילות מגוון פחתו בכ-11 מיליון ש"ח. הקיטון הנו בעיקר בשוקי חו"ל (כ-6.8 מיליון ש"ח).
- בהתאמה לקיטון בהכנסות קטן גם סך הרווח הגולמי וגם שיעורו מסך ההכנסות נשחק. בנטרול הוצאות פחת, שיעור הרווח הגולמי נאמד בכ-82%, הן בתחזית והן בפועל.
- ההוצאות התפעוליות בפועל הן גבוהות בהשוואה לתחזית מבחינה אבסולוטית וגם מבחינת שיעורן מסך ההכנסות וזאת בעיקר עקב מיזוג פעילות מגוון.
- מבחינת ה-EBITDA, גם במקרה זה קיים קיטון מבחינה כספית וגם מבחינת שיעורו מסך ההכנסות.

פרק 8

בחינת השווי ההוגן לפי גישת המכפיל

פרמיית שליטה במידה וקיימת). כידוע, שווי החזקות של מיעוט הנו, בהכרח, נמוך משווי החזקות הכוללות פרמיית שליטה.

כגישה תומכת חישבנו את השווי ההוגן של פעילות החברה על בסיס גישת ההשוואה תוך שימוש במכפיל EBITDA, וזאת מנקודת ראות של משתתף שוק (שימוש בשערי המניה בבורסה).

להלן טבלה המרכזת את חברות ההשוואה (מוצג במיליוני \$):

Company	Market	Enterprise		Enterprise
	Cap	Value	EBITDA	Value/EBITDA
Avery Dennison Co.	9,050	10,780	965	11.2
Ancor Limited	17,240	21,360	1,250	17.1
Bemis Co. Inc	4,820	6,100	571	10.7
Intertape Polymer Group	1,040	1,570	125	12.6
Sealed Air Corp	6,930	10,190	860	11.8
Tredegar Corp	559	629	95	6.6
CCL Industries Inc.	9,450	11,590	987	11.7
Packaging Corporation of America	9,150	11,430	1,500	7.6
Ball Corporation BLL	18,280	24,640	1,830	13.5
Sonoco Products Co.	5,810	7,100	728	9.7
Average				11.3
Median				11.5

כפי שניתן לראות מהטבלה לעיל, מכפיל ה-EBITDA החציוני הנו 11.5 והממוצע כ-11.3. על בסיס מכפיל זה חישבנו את השווי ההוגן של פעילות החברה.

להלן טבלה המרכזת את אומדן שווי פעילות החברה על בסיס מכפיל ה-EBITDA (מוצג במיליוני ש"ח):

תקופה	EBITDA מכפיל	שווי פעילות
שנת 2018	11.3	111.68

יש לזכור, שווי הפעילות של חברות המדגם מתבסס על שערי המניה בבורסה של כל אחת מהחברות, ולכן, מתייחס לשווי החזקות של מיעוט (אינו כולל

פרטי החברה המעריכה

חברת אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ, מתמחה במתן ייעוץ כלכלי ומימוני והערכות שווי מקצועיות בלתי תלויות, על פי כללי חשבונאות בין לאומית IFRS ותקינה ישראלית, לצורכי דיווח כספי וכחווה דעת מומחה לבתי משפט. בין לקוחות החברה נמנות עשרות חברות ציבוריות הנסחרות בארץ ובחו"ל וחברות פרטיות.

תחומי ידע ופעילות

- ✓ ליווי חברות בתהליכי הנפקה ראשונה לציבור.
- ✓ חוות דעת מומחה בלתי תלוי בהליכים משפטיים.
- ✓ דיו-דיליג'נס כלכלי וחשבונאי.
- ✓ הערכת שווי חברות ועסקים.
- ✓ בדיקת כדאיות כלכלית.
- ✓ הכנת תוכניות עסקיות.
- ✓ ליווי חברות מול המערכת הבנקאית.
- ✓ ליווי חברות בתהליכי מיזוג ורכישה.
- ✓ הערכת שווי של נכסים בלתי מוחשיים.
- ✓ הערכת שווי התחייבויות תלויות, ערבויות והלוואות.
- ✓ הערכת שווי של מכשירים פיננסיים ונגזרים.

פרטי עורך חוות הדעת, שגיא בן שלוש, רו"ח

- מנכ"ל חברת הייעוץ "אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ".
- בעל תואר ראשון BA בחשבונאות וכלכלה (רופין), תואר שני M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע (אוני' עברית ירושלים) ותואר שני M.A בלימודי משפט (אוני' בר אילן).
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-16 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות ורו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט.
- מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בארגונים/גופים בינלאומיים למעריכי שווי:
 - Member in the International Association of Consultants, Valuators and Analysts – IACVA

להלן פירוט הערכות שווי דומות, שבוצעו על ידי מעריך השווי:

- טלדור- ביצוע מספר עבודות לבחינת ירידת ערך ו-PPA.
- קאון אחזקות וקבוצת גאון-ביצוע מספר עבודות לבחינת ירידת ערך ומגוון עבודות הערכות שווי.
- פנקסיה- הערכת שווי חברה לצורך מיזוג.
- הכשרה חברה לביטוח-ביצוע מספר הערכות שווי.
- קבוצת יעקובי- ביצוע מספר עבודות לבחינת ירידת ערך, PPA ומגוון עבודות הערכות שווי.
- טלסיס- ביצוע מספר עבודות לבחינת ירידת ערך ו-PPA.