

קשרי תעופה בע"מ

הערכת שווי לצורך בחינת ירידת ערך חברת פגסוס תיירות ונסיעות בע"מ

מרץ 2019



GIZA SINGER EVEN

GIZA SINGER EVEN LTD

Aviv Tower, 7 Jabotinsky St. Ramat Gan 5252007
www.gse.co.il

- עבודה זו (להלן: "העבודה" ו/או "חוות הדעת") הוכנה על ידי ג'.א.ס.א. ייעוץ כלכלי בע"מ (להלן: "ג'.א.ס.א.י") עבור קשרי תעופה בע"מ (להלן: "קשרי תעופה" ו/או "מזמינת העבודה"), לצורך בחינת ירידת ערך של חברת פגסוס תיירות ונסיעות בע"מ (להלן: "פגסוס" ו/או "החברה"), ליום 31 בדצמבר 2018 (להלן: "מועד העבודה"), בספרי מזמינת העבודה.
- ידוע לנו כי העבודה מיועדת לשמש את מזמינת העבודה, בין היתר, לצרכי דיווח כספי, ועל כן אנו מסכימים שהעבודה תאוזכר ו/או תיכלל בכל דוח שתפרסם, בהתאם לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 ותקנותיו, והכל כאמור במכתב ההתקשרות מיום 12 ביוני 2018.
- לצורך הכנת העבודה התבססנו על מידע ותחזיות שקיבלנו ממזמינת העבודה ו/או ממי מטעמה (להלן: "המידע"). ג'.א.ס.א.י מניחה שמידע זה הוא מהימן ואינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע, כמו כן, לא בא לידיעתנו דבר העלול להצביע על חוסר סבירותו. המידע לא נבדק באופן בלתי תלוי, ולפיכך העבודה המוגשת לכם אינה מהווה אימות לנכונות, לשלמות ולדיוק של מידע זה. הערכה כלכלית אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו.
- עבודה זו אינה מהווה בדיקת נאותות ואינה באה במקומה. כמו כן, העבודה אינה מיועדת לקבוע את שווי החברה עבור משקיע ספציפי ואין בה משום ייעוץ או חוות דעת משפטית.
- העבודה אינה כוללת ביקורת חשבונאית לגבי ההתאמה לכללי החשבונאות. ג'.א.ס.א.י אינה אחראית לאופן ההצגה החשבונאית של הדוחות הכספיים של פגסוס לגבי דיוק ושלמות הנתונים ולהשלכות של אותה הצגה חשבונאית במידה וקיימות.
- העבודה כוללת תאור עיקרי המתודולוגיה ועיקרי הניתוח. התיאור מתייחס לנהלים המהותיים העיקריים אותם יישמנו ואינו מהווה תיאור שלם ומפורט של החברה וסביבתה.
- היה והמידע והנתונים עליהם הסתמכה ג'.א.ס.א.י אינם שלמים, מדויקים או מהימנים תוצאות עבודה זו עלולות להשתנות. אנו שומרים לעצמנו את הזכות לשוב ולעדכן את העבודה לאור נתונים חדשים שלא הובאו בפנינו. למען הסר ספק, עבודה זו תקפה למועד חתימתה בלבד.
- עבודה זו כוללת מידע צופה פני עתיד, כהגדרתו בחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. בחוות דעת זו התייחסנו, בין היתר, להערכות ותחזיות שנמסרו לנו על ידי הנהלת מזמינת העבודה. התממשות מידע זה אינה ודאית. המידע מבוסס בחלקו על ידע הקיים בחברה למועד העבודה, וכן על הנחות וציפיות שונות הנוגעות הן לחברה והן לגורמים חיצוניים רבים, לרבות מצב השוק בו פועלת החברה, מתחרים פוטנציאליים ומצב המשק בכללותו. יודגש כי אין כל וודאות שהשערות וציפיות אלו יתממשו, באופן מלא או חלקי.

- אנו מאשרים בזה כי אין לנו תלות במזמינת העבודה, למעט העובדה שאנו מקבלים שכר טרחה עבור עבודה זו. כמו כן, הרינו לאשר כי שכר טרחתנו אינו מותנה בתוצאות העבודה.

פרטי החברה המעריכה

- ג'.א.ס.אי ייעוץ כלכלי בע"מ הינה חברה בת של חברת גיזה זינגר אבן בע"מ (להלן: "גיזה זינגר אבן"), אשר הינה פירמת ייעוץ פיננסי וبنקאות להשקעות מובילה בישראל.
- לפירמה ניסיון עשיר בליווי החברות הגדולות, ההפרטות הבולטות והעסקאות החשובות במשק הישראלי, אותו צברה במהלך שלושים שנות פעילותה. גיזה זינגר אבן פועלת בשלושה תחומים, באמצעות חטיבות עסקיות עצמאיות ובלתי תלויות: ייעוץ כלכלי; בנקאות להשקעות; מחקר אנליטי וממשל תאגידי.
- העבודה בוצעה על ידי צוות בראשות ר"ח איתן כהן, שותף ומנהל המחלקה הכלכלית בגיזה זינגר אבן, בעל ניסיון של למעלה מעשר שנים בתחומי הייעוץ הכלכלי והעסקי, הערכות שווי חברות ומכשירים פיננסיים. בעבר שימש כמנהל מחלקה כלכלית בחברה יזמית בתחום התשתיות וכמנהל במחלקה הכלכלית של KPMG (סומך חייקין). איתן הינו רואה חשבון, בעל תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בן גוריון ותואר שני במתמטיקה פיננסית מאוניברסיטת בר אילן.

בברכה,

ג'י.א.ס.אי ייעוץ כלכלי

21 במרץ 2019

מקורות המידע

- הסכם מכירת מניות שנחתם ביום 3 במאי 2018, ותיקון להסכם מיום 1 ביולי 2018.
- דוחות כספיים מבוקרים של פגסוס לשנים 2015-2017, ונתונים כספיים בלתי מבוקרים ליום 31 בדצמבר 2018.
- דוחות כספיים מבוקרים של קשרי תעופה לשנת 2017, ודוחות כספיים בלתי מבוקרים ליום 30 בספטמבר 2018.
- תחזית פעילות החברה לשנים 2019-2023
- נתונים כספיים נוספים והבהרות שונות שהתקבלו ממזמינת העבודה ו/או מי מטעמה

עמוד**פרק**

5-6

תמצית מנהלים

7-14

פרק א - תיאור הפעילות והסביבה העסקית

15-21

פרק ב - הערכת שווי פעילות פגסוס

תמצית מנהלים



כללי

- קשרי תעופה בע"מ הינה חברה העוסקת בארגון טיסות שכר בארץ ובחו"ל, בשיווק חבילות תיור ונופש, טיולים מאורגנים, מתן שירותי קרקע ושירותי תיירות נלווים לתיירים היוצאים מישראל והבאים אליה.
- ביום 3 במאי 2018, התקשרה קשרי תעופה בהסכם עם פגסוס אחזקות ותיירות בע"מ (להלן: "המוכרת") לרכישת 50.01% ממניותיה של פגסוס תיירות ונסיעות בע"מ, חברה העוסקת בארגון ועריכת טיולים מאורגנים בחו"ל (להלן: "פגסוס" ו/או "החברה").
- במסגרת עבודה זו נתבקשנו לבחון את שווי השימוש של פגסוס ליום 31 בדצמבר 2018.
- תחזיות תזרימי המזומנים של החברה ליום 31 בדצמבר 2018 (להלן: "מועד העבודה") התבססו על ביצועי החברה בשנים 2015-2018, וכן על הערכות ותחזיות הנהלת החברה לשנים 2019-2023, אשר נבחנו על ידינו. הערכת השווי בוצעה בשיטת ה- DCF לתחזית תזרימי מזומנים החל מינואר 2019 ועד לשנת 2023 ובתוספת ערך שייר.

להלן תמצית תחזית תזרימי המזומנים וההנחות ששימשו בהערכת השווי:

אלפי ₪	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TY
סך ההכנסות	46,051	48,353	49,562	50,553	51,564	52,596
YOY	10%	5%	3%	2%	2%	2%
EBITDA	26,706	28,178	28,910	29,475	30,051	30,639
שיעור ה-EBITDA	58%	58%	58%	58%	58%	58%
הוצאות מסים	(5,990)	(6,329)	(6,497)	(6,627)	(6,760)	(6,895)
CAPEX	(661)	(661)	(661)	(661)	(661)	(661)
השקעה בהון חוזר	(2,188)	(1,865)	(1,362)	350	357	364
תזרימי מזומנים	17,866	19,323	20,390	22,536	22,987	23,447

שיעור הרווח	13.6%
צמיחה פרמנטית	2.0%
שווי פעילות	188,793
נכסים פיננסיים, נטו	41,640
מגן מס בגין פחת	29
שווי הון עצמי פגסוס (100%)	230,462
שווי חלקה של קשרי תעופה (50.01%)	115,254

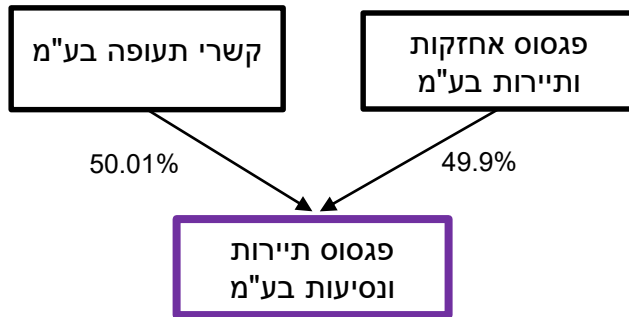
להלן ניתוח רגישות לשווי חלקה של קשרי תעופה בפגסוס ביחס לשינויים

בשיעור הרווח ובשיעור הצמיחה הפרמנטית (במיליוני ₪):

שיעור הרווח	14.6%	14.1%	13.6%	13.1%	12.6%
צמיחה פרמנטית	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
שווי חלקה של קשרי תעופה	103.3	106.3	109.7	113.3	117.2
	105.5	108.8	112.3	116.2	120.4
	107.9	111.4	115.3	119.4	124.0
	110.6	114.3	118.4	122.9	127.9
	113.4	117.5	121.9	126.8	132.2

פרק א - תיאור הפעילות והסביבה העסקית

מבנה אחזקות פגסוס ליום 31 בדצמבר 2018



כללי

- חברת פגסוס תיירות ונסיעות בע"מ הוקמה בשנת 1991 והחלה את פעילותה העסקית בשנת 1996. החברה מוחזקת על ידי קשרי תעופה (50.01%) וע"י חברת פגסוס אחזקות ותיירות בע"מ (49.99%).
- החברה עוסקת במתן שירותי תיירות בארץ ובחול באמצעות טיולים מאורגנים, בין היתר למדינות אירופה, המזרח הרחוק, אמריקה, אפריקה ועוד.
- לצד הטיולים המאורגנים ה"סטנדרטיים", החברה מציעה טיולים מאורגנים ייחודיים ובהם טיולים המיועדים למשפחות, טיולים "בראש אחר" המאופיינים ביעדים פחות מתויירים (כדוגמת לפלנד, אתיופיה, אקוודור ועוד) ומבוצעים בקבוצות קטנות יותר ועוד.
- החברה מעסיקה כ-180 עובדים אשר מרביתם (כ-170) משמשים כמדריכי נסיעות.
- המודל העסקי של פגסוס מבוסס על בניית תמחיר לכל טיול מאורגן, הכולל את כלל ההוצאות המיוחסות לטיול לרבות טיסות, אטרקציות, מדריכים וכו' בשיטת cost+ מרווח גולמי של כ-10%.

כללי

- שוק הטיולים המאורגנים נכלל במסגרת שוק תיירות הפנאי הכולל שירותים נוספים כגון: מכירת כרטיסי טיסה, נופשונים, חבילות תיור ושירותי קרקע. שירותים אלה מהווים מוצרים תחליפיים לטיול המאורגן. ככלל, שוק התיירות בעולם ובישראל בפרט, נמצא במגמת צמיחה בשנים האחרונות כתוצאה מיציבות יחסית ברמה הגיאופוליטית ועלייה ברמת החיים.
- המצב הכלכלי והביטחוני בישראל ובעולם הינו גורם רב השפעה על התיירות הנכנסת לישראל, על התיירות היוצאת מישראל ועל תיירות הפנים. בעתות של מתיחות ביטחונית בישראל, ניכרת ירידה בכמות ההזמנות ועליה משמעותית בהיקפי הביטולים של הזמנות קיימות, כפי שהתרחש בקיץ 2014 בעקבות מבצע "צוק איתן". כמו כן, השוק בישראל מאופיין בעונתיות הנובעת בעיקר מעיתוי החגים, המשפיעה הן על רמת הביקושים והן על בחירת היעדים. שיא הביקושים נרשם בדרך כלל ברבעון השלישי של השנה, בעיקר בשל עיתוי חופשת הקיץ, וברבעונים בהם חלים חגי ישראל (בעיקר סוכות ופסח).
- החברות הפועלות בשוק הטיולים המאורגנים מציעות מגוון רחב של טיולים ליעדים השונים ברחבי העולם. הטיולים המאורגנים מוצעים לקהל הרחב וחלקם מותאמים לפלחי אוכלוסייה מסוימים, כגון: משפחות, חברות, ציבור שומרי מסורת, דוברי שפות זרות ועוד.

- ענף התיירות והתעופה בישראל פועל בסביבת פעילות דולרית ברובה. בהתאם, לשינויים בשער החליפין של מטבעות שונים ביחס לשער הדולר, ישנה השפעה ישירה על הכנסות החברות הפועלות בענף.

תחרות

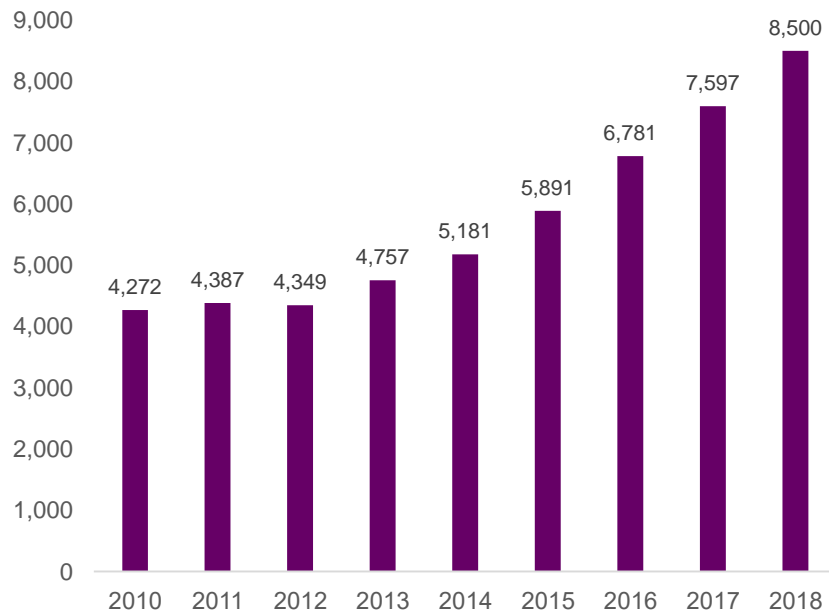
- המתחרים העיקריים של החברה בשוק הטיולים המאורגנים הנם מילניום, השטיח המעופף, אשת טורס, כרמל תיירות, נתור, רימון טיולים, בריזה, אמסלם תיירות ועוד. לפעילות בשוק הטיולים המאורגנים מספר חסמי כניסה, ובהם אחזקת רישיון סוכנות נסיעות מטעם משרד התיירות, בניית מוניטין ומותג המזוהה כמותג אמין ואיכותי, והפעלת מערך שיווק הכולל שיתופי פעולה מול סוכני נסיעות וגופים מוסדיים.
- שוק הטיולים המאורגנים נכלל כאמור במסגרת שוק תיירות הפנאי ובשל כך מתאפיין באמנות נמוכה של הלקוחות לחברות בתחום. כפועל יוצא, עיקר התחרות מתרכזת במחיר המוצע ללקוח אשר בוחן את האלטרנטיבות והעלויות הן בין ספקי השירות, והן ביחס לשירותים התחליפיים.
- עם זאת, נציין כי בטיולים מאורגנים המיועדים לסוגי לקוחות מסוימים ו/או ליעדים אקסקלוסיביים (כפי שמציעה פגסוס באמצעות "טיול מאורגן בראש אחר"), ההשפעה של המחיר פוחתת, ופרמטרים אחרים הופכים למשמעותיים יותר (כגון: גודל הקבוצה, רמת המלון, ייחודיות היעד וכו').

כללי

- השתכללות המדיה והאינטרנט, התפתחויות של אפליקציות יעודות והרחבת התפוצה של רשתות חברתיות, מאפשרות לצרכנים נגישות גבוהה של מספר רב של מוצרים, והקלה על ביצוע השוואה בין מוצרים דומים בחברות שונות בארץ ובעולם. כמו כן, האינטרנט מאפשר ביצוע של הזמנה בצורה מקוונת ללא פנייה לסוכן נסיעות. למגמה זו השפעה על העמקת התחרות השוררת בענף ומאפשרת ללקוח לבחור בספקי השירותים הזולים ביותר בקלות.

מגמות בשוק

- סך יציאות התושבים מישראל בשנים האחרונות עלה בשיעור שנתי ממוצע של כ-8.9%, מכ-4.3 מיליון בשנת 2010 לכ-8.5 מיליון בשנת 2018¹.
- להלן תרשים המציג את סך יציאות התושבים מישראל בשנים 2010-2018:



1. מקור: הלמ"ס

- בשנים האחרונות קיימת מגמת עלייה של טיולי נישה, המתמקדים בחוויות ספציפיות כגון טיולי הרפתקאות, נסיעות חווייתיות ונסיעות בריאות. למגמה זו השפעה על מפת אתרי התיירות האטרקטיביים.
- בחודש אפריל 2013 אושר הסכם שמיים פתוחים בין ישראל לאיחוד האירופי, לפיו יתאפשר לכל חברות התעופה באיחוד להפעיל טיסות ישירות לישראל, ומנגד חברות תעופה ישראליות תוכלנה להפעיל טיסות לשדות תעופה בכל רחבי האיחוד האירופי. יישום ההסכם ימשך כחמש שנים על מנת לאפשר לחברות התעופה הישראליות להיערך למבנה התחרותי החדש. הסכם השמים הפתוחים הביא להגדלת ההיצע בצורה משמעותית ולירידת מחירי טיסות בינ"ל, וכתוצאה מכך גרם לגידול במספר הנוסעים לחו"ל.

פרק א - תיאור הפעילות והסביבה העסקית

ניתוח דוחות כספיים – דוח על המצב הכספי

ביאורים

1. **מזומנים ושווי מזומנים** - עיקר יתרת המזומנים מורכבת מיתרות מט"ח.
2. **ניירות ערך** - הקיטון ביתרה נובע בעיקר בגין מימוש ני"ע.
3. **לקוחות** - יתרת הסעיף נובעת בגין לקוחות החברה, אשר משלמים כ-30% ממחיר העסקה לאחר החזרה מהטיול.
4. **חייבים ויתרות חובה** - עיקר הסעיף מורכב מהחזר מע"מ הצפוי להתקבל בחברה בגין שנים קודמות.
5. **ספקים ונותני שירותים** - יתרת הספקים מיוחסת בין היתר לחברות תעופה, ספקי קרקע בחו"ל וספקים מקומיים המעניקים לחברה שירותים תפעוליים.
6. **זכאים ויתרות זכות** - עיקר יתרת הסעיף מיוחסת למקדמות שהתקבלו מלקוחות בניכוי מקדמות ששולמו לספקי תיירות.
7. **הון עצמי** - הקיטון ביתרת הסעיף נובע בגין תשלום דיבידנד בסך של כ-36 מיליון ש"ח.

אלפי ₪	ביאור			31/12/2018	31/12/2017
נכסים					
נכסים שוטפים					
מזומנים ושווי מזומנים	1	22,375	37,815		
ניירות ערך	2	23,446	3,606		
לקוחות	3	37,009	41,848		
חייבים ויתרות חובה	4	14,152	9,943		
סה"כ נכסים שוטפים		96,982	93,212		
נכסים בלתי שוטפים					
השקעות (עלות)		179			
ייעודה לפיצויים			219		
נכסי מסים נדחים			32		
רכוש קבוע, נטו		1,778	1,903		
סה"כ נכסים בלתי שוטפים		1,957	2,154		
סה"כ נכסים		98,939	95,366		
התחייבויות והון					
התחייבויות שוטפות					
ספקים ונותני שירותים	5	7,830	9,178		
זכאים ויתרות זכות	6	51,601	65,524		
סה"כ התחייבויות שוטפות		59,431	74,702		
התחייבויות בלתי שוטפות					
התחייבות בגין הטבות לעובדים		326			
הון עצמי	7	39,182	20,664		
סה"כ התחייבויות והון		98,939	95,366		

פרק א - תיאור הפעילות והסביבה העסקית

ניתוח דוחות כספיים – דוח רווח והפסד

כללי

ביאורים

- החברה הציגה את דוחותיה הכספיים עד לשנת 2016 על בסיס נטו, קרי בניכוי הוצאות ישירות המיוחסות לטיולים המאורגנים (תשלומים לחברות תעופה, תשלומים עבור לינה, אטרקציות, שכר למדריכים וכו'), והחל משנת 2017, הדוחות הכספיים מוצגים על בסיס ברוטו.
1. **הכנסות** - הכנסות החברה מדווחות על בסיס ברוטו החל משנת 2017 (כולל תשלומים לחברות תעופה, תשלומים עבור לינה, שכר למדריכים וכו').
 2. **עלות ההכנסות** - הסעיף מורכב בעיקרו מתשלומים לחברות תעופה, בתי מלון והוצאות בגין שכר עבודה ופרסום.
 3. **הכנסות (הוצאות) מימון** – הוצאות המימון לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2017 חושבו כ-P.N בין הרווח לאחר הוצאות מימון לבין הרווח התפעולי.
 4. **הכנסות בגין שנים קודמות** – ההכנסות בשנת 2017 מיוחסות בעיקר להחזר מע"מ בגין שנים קודמות, בסך של כ-3.5 מיליון דולר.

אלפי ₪	ביאור	31/12/2017	31/12/2018
הכנסות ממכירות ושירותים	1	248,683	278,616
עלות המכירות והשירותים	2	222,208	247,605
רווח גולמי		26,476	31,011
הוצאות הנהלה וכלליות		6,803	8,012
הוצאות (הכנסות) אחרות		(7)	38
רווח תפעולי		19,679	22,960
הוצאות פחת		497	661
EBITDA		20,176	23,621
הכנסות (הוצאות) מימון	3	4,899	(532)
רווח לאחר הוצאות מימון		24,579	23,492
הכנסות (הוצאות) בגין שנים קודמות	4	13,445	(299)
רווח לפני מס		38,023	23,193
מסים		8,168	5,668
רווח נקי		29,856	17,525

הערה – הנתונים הכספיים ל-31/12/2017 התקבלו במטבע דולר ותורגמו על ידינו לש"ח בהתאם לשע"ח ממוצע לתקופה.

פרק א - תיאור הפעילות והסביבה העסקית

ניתוח דוחות כספיים – יתרות נכסים פיננסיים נטו, והון חוזר

להלן הרכב הנכסים הפיננסיים, נטו בספרי החברה (באלפי ש"ח):

31/12/2018	נכסים פיננסיים, נטו
37,815	מזומנים ושוי מזומנים
3,606	ניירות ערך
219	ייעודה לפיצויים
41,640	סה"כ

להלן הרכב ההון החוזר בספרי החברה (באלפי ש"ח):

31/12/2018	הון חוזר
41,848	לקוחות
9,943	חייבים ויתרות חובה
(9,178)	ספקים ומתני שירותים
(65,524)	זכאים ויתרות זכות
(22,911)	סה"כ

פרק ב - הערכת שווי



התקינה החשבונאית

לבקשת מזמינת העבודה, הערכת השווי תשמש לצורך יישום תקן חשבונאות בינלאומי מספר 36, ירידת ערך נכסים (להלן: "התקן") בדוחותיה הכספיים.

מטרת התקן הינה לקבוע נהלים שעל תאגיד ליישם כדי להבטיח שנכסיו לא יוצגו בסכום העולה על הסכום בר-ההשבה שלהם. כאשר ערכו של נכס בספרים עולה על הסכום בר ההשבה שלו, חלה ירידה בערך הנכס והתקן דורש מהתאגיד להכיר בהפסד מירידת ערך.

הפסד מירידת ערך יוכר בדוח רווח והפסד לגבי אותם נכסים המוצגים לפי העלות ויטופל כהפחתה של הערכה חדשה וזאת רק לגבי אותם נכסים המוצגים בסכום שהוערך מחדש, בהתאם לתקני חשבונאות אחרים או בהתאם להוראות כל דין.

התקן קובע שסכום בר-השבה יחושב כמחיר המכירה נטו או שווי השימוש, כגבוה שבהם:

1. מחיר המכירה נטו הוא הסכום שניתן לקבל ממכירת הנכס בעסקה בתום לב בין קונה מרצון ומוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת, בניכוי עלויות מימוש תוספתיות ישירות כלשהן.

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

• בקביעת שווי השימוש של הנכס, תקן זה דורש שתאגיד ישתמש, בין היתר בגורמים הבאים:

1. תחזיות של תזרימי מזומנים על בסיס הנחות סבירות ומבוססות אשר:

• משקפות את מצבו הנוכחי של הנכס.

• מייצגות את האומדן הטוב ביותר של ההנהלה לגבי התנאים הכלכליים, שישררו במהלך יתרת אורך החיים השימושיים של הנכס.

2. שיעור היוון לפני מס, המשקף הערכות שוק שוטפות של ערך הזמן של

הכסף ואת הסיכונים הספציפיים לנכס. שיעור היוון לא ישקף סיכונים,

שתזרימי המזומנים העתידיים כבר הותאמו בגינם בהתאם לסעיף 85

לתמצית השיקולים והנימוקים למסקנות, שהובאו בתקן חשבונאות

בינלאומי מספר 36-ירידת ערך נכסים: "באופן תיאורטי, היוון של תזרימי

מזומנים לאחר מס, בשיעור ניכיון לאחר מס, והיוון של תזרימי מזומנים

לפני מס, לפי שיעור ניכיון לפני מס, אמור לתת אותה תוצאה, כל עוד

שיעור הניכיון לפני מס, שווה לשיעור הניכיון לאחר מס, כשהוא מותאם כך,

שישקף את הסכום והעיתוי הספציפיים של תזרימי המזומנים, בגין מסים".

בהתאם לפרקטיקה המקובלת, ביצענו את הערכת השווי, לפי תזרימי

מזומנים לאחר מס, ובשיעור היוון לאחר מס בהתאם.

הערכת הסכום בר ההשבה של פגסוס

שווי הסכום בר ההשבה של היחידה מניבת המזומנים פגסוס הוערך בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flow), שהינה השיטה המקובלת להערכת שווי הפעילות העסקית. השיטה מבוססת על בניית תחזית מזומנים ארוכת טווח, תוך פירוט סעיפי ההכנסות וההוצאות ושיעור ההיוון המשקף את הסיכון הגלום בתחזית.

הכנסות

על פי תקציב החברה לשנת 2019, הכנסות החברה (נטו) יסתכמו לכ-46 מיליוני ש"ח (עלייה של כ-10% ביחס לשנת 2018). ביתר שנות התחזית, הונחה צמיחה שנתית ממוצעת של כ-2.7% בהתאם להערכות החברה.

עלות המכר

בהתאם להערכתנו, עלות המכר (בנטרול הכנסות/הוצאות מימון) תעמוד לאורך שנות התחזית על שיעור של כ-25% מההכנסות נטו, בדומה לממוצע שיעור עלות המכר בשנים 2016-2018. בהתאם לכך, הנחנו כי עלות המכר תעמוד בשנת 2019 על כ-11.5 מיליוני ש"ח, ותעלה בהדרגה לכ-13.1 מיליון ש"ח בשנת 2024.

הוצאות תפעוליות

בהתאם להערכתנו, ההוצאות התפעוליות (הוצאות שכר, שכר דירה, מחשוב, הוצאות רכב וכו') יעמדו על כ-8.5 מיליון ש"ח בשנת 2019 (גידול של כ-6% ביחס לשנת 2018). ביתר שנות התחזית הונח כי ההוצאות התפעוליות יעלו בשיעור שנתי ממוצע של כ-2.2% בהתאם לתחזיות החברה, עד לסך של כ-9.5 מיליון ש"ח בשנת 2024.

הון חוזר

סך התזרימים השלייליים הצפויים לנבוע לחברה כתוצאה מהגידול בהון החוזר נאמדים בכ-2.2 מיליון ש"ח בשנת 2019. ביתר שנות התחזית הונח כי שיעור ההון החוזר השלילי יירד בהדרגה עד לשיעור של כ-35% מההכנסות בדומה לשיעור ההון החוזר השלילי הממוצע בשנים 2016-2018.

פחת והפחתות

תחזית הפחת נאמדה על בסיס קצב ההפחתה הצפוי ליתרת הרכוש הקבוע ולהשקעות העתידיות שהונחו בתחזית. בשנה המייצגת הונח כי הפחת יהיה שווה להשקעות כאשר התאמת מגן המס בגין הפער בין הפחת שהונח לבין הפחת המחושב (במודל הפחת), התווספה לשווי הפעילות.

השקעות

על פי תקציב החברה, הונח כי ההשקעות לאורך שנות התחזית יהיו דומות להוצאות הפחת של החברה (כ-660 אלפי ש"ח).

שיעור הצמיחה הפרמננטית

הונח שיעור צמיחה פרמננטית של 2% בדומה לשיעור הצמיחה שהונח החל משנת 2022, ובהתאם לשיעור צמיחת האוכלוסייה ותחזית האינפלציה ארוכת הטווח, אשר תקוזז באופן חלקי לאור התחרות השוררת בענף.

מסים

הונח שיעור מס אפקטיבי של 23%, בהתאם לשיעור המס הסטטוטורי.

שיעור ההיוון המשוקלל (WACC)

- שיעור ההיוון ששימש בהערכת שווי הפעילות נאמד ב-13.6% (נומינלי) והתבסס על שיעור ההיוון המשוקלל (WACC) והערכתנו את הסיכון הגלום בפעילות החברה.
- להלן פירוט שלבי תחשיב ה-WACC:

פרמטר	ערך	הערה
ריבית חסרת סיכון	2.86%	2
פרמיית השוק	6.0%	3
Beta	0.36	4
פרמיית סיכון לגודל	4.32%	5
פרמיית סיכון ספציפי	4.50%	6
מחיר ההון העצמי של הפעילות	13.82%	1
מחיר החוב	6.57%	7
שיעור מס	23%	8
D/V	2%	9
WACC	13.6%	

הערות:

- חישוב מחיר ההון נאמד באמצעות שימוש במודל ה-CAPM (Capital Asset Pricing Model), וההנחות המפורטות בסעיפים 2-6 לעיל.
- שיעור התשואה לפידיין של אג"ח ממשלתיות לא צמודות לתקופה של 15 שנים.
- עפ"י Damodaran, ינואר 2019.

- הביטא של החברה נאמדה ע"י הביטאות של חברות ציבוריות הפועלות בתחום התיירות, כמפורט להלן:

חברה	ביטא לא ממונפת
Issta Lines Ltd.	0.47
Aviation Links Ltd.	0.24
ממוצע חברות דומות	35%

- פרמיית סיכון לגודל על פי Duff & Phelps.
- פרמיית סיכון ספציפי לחברה בהתאם להערכתנו את הסיכון הגלום בתחזיות
- מחיר החוב נאמד בכ-6.57% על בסיס ריבית הלוואות לזמן ארוך של הפעילות הנרכשת והתאמתן למח"מ של 15 שנים.
- בהתאם לשיעור המס הסטטוטורי הצפוי לזמן ארוך.
- שיעור המינוף הנורמטיבי על בסיס שיעור המינוף של קשרי תעופה בלבד (המינוף של איסתא משמש בעיקרו לנכסי הנדל"ן).

פרק ב - הערכת שווי

תוצאות הערכת השווי

תחזית תזרים המזומנים והנחות עיקריות בבסיס הערכת השווי

להלן תמצית תחזית המזומנים של חברת פגסוס לשנים 2019-2023 ולשנה המייצגת באלפי ש"ח (נומינלי):

אלפי ₪	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	TY
הכנסות, נטו	46,051	48,353	49,562	50,553	51,564	52,596
YOY	10%	5%	3%	2%	2%	2%
עלות המכר	(11,513)	(12,088)	(12,390)	(12,638)	(12,891)	(13,149)
YOY	1%	5%	2%	2%	2%	2%
רווח גולמי	34,538	36,265	37,171	37,915	38,673	39,447
שיעור רווח גולמי	75%	75%	75%	75%	75%	75%
הוצאות תפעול, מכירה, הנה"כ	(8,493)	(8,748)	(8,923)	(9,101)	(9,283)	(9,469)
YOY	6%	3%	2%	2%	2%	2%
EBITDA	26,706	28,178	28,910	29,475	30,051	30,639
שיעור ה-EBITDA	58%	58%	58%	58%	58%	58%
רווח תפעולי	26,045	27,517	28,249	28,814	29,390	29,978
שיעור רווח תפעולי	57%	57%	57%	57%	57%	57%
הוצאות מסים	(5,990)	(6,329)	(6,497)	(6,627)	(6,760)	(6,895)
רווח נקי לאחר מסים	20,054	21,188	21,751	22,186	22,630	23,083
שיעור רווח נקי	44%	44%	44%	44%	44%	44%
CAPEX	(661)	(661)	(661)	(661)	(661)	(661)
השקעה בהון חוזר	(2,188)	(1,865)	(1,362)	350	357	364
תזרים מזומנים להיוון	17,866	19,323	20,390	22,536	22,987	23,447

שיעור היוון	13.6%
צמיחה פרמננטית	2.0%
שווי פעילות	188,793
נכסים פיננסיים, נטו	41,640
מגן מס בגין פחת	29
שווי הון עצמי (100%)	230,462
שווי חלקה של קשרי תעופה (50.01%)	115,254

ניתוחי רגישות לשווי ההון העצמי המיוחס לקשרי תעופה (50.01%)

להלן ניתוח רגישות לשווי חלקה של קשרי תעופה בפגסוס ביחס לשינויים

בשיעור ההיוון ובשיעור הצמיחה הפרמננטית (במיליוני ₪):

שיעור היוון					
12.6%	13.1%	13.6%	14.1%	14.6%	
117.2	113.3	109.7	106.3	103.3	1.0%
120.4	116.2	112.3	108.8	105.5	1.5%
124.0	119.4	115.3	111.4	107.9	2.0%
127.9	122.9	118.4	114.3	110.6	2.5%
132.2	126.8	121.9	117.5	113.4	3.0%

צמיחה פרמנטית