



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

בחינת הצורך בהכרה

מהפסד ירידת ערך ההשקעה בחברת

***ZhuHai Advanced Carrier & Electronics
Substrate Solutions Technologies Co. LTD.***

(ACCESS)

ליום 31 בדצמבר, 2018

פריוורטק 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



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

28 מרץ, 2019

מר דרור עוזרי, סמנכ"ל כספים

פריורטק בע"מ

מר עוזרי הנכבד,

ביום 29 בינואר, 2019, חברת פולברניס ברקת בן-יהודה בע"מ, לשעבר: דה-קלו בן-יהודה ושות' בע"מ (להלן - "מעריך השווי") נתבקשה על ידי חברת פריורטק בע"מ (להלן - "פריורטק") לבחון את הצורך בהכרה מהפסד ירידת ערך השקעתה בחברת ZhuHai Advanced Carrier & Electronics Substrate Solutions Technologies Co. LTD. (Access) (להלן - "Access"), ליום 31 בדצמבר, 2018 (להלן - "מועד הערכת השווי").

חוות דעת זו מיועדת לצרכי עריכת דוחות כספיים והיא נערכה בהתאם לכללים ולהנחיות שנקבעו בתקני חשבונאות בינלאומיים IAS 36 ו-IAS 28. לצורך חוות דעתנו הסתמכנו על נתונים פיננסיים הקשורים ב- Access וכן על מידע שהתקבל מהנהלת פריורטק, באשר לתחזיות תזרימי מזומנים ואומדנים נוספים אחרים.

מטרת חוות הדעת, המובאת להלן, הינה לבחון האם נדרש להכיר בהפסד מירידת ערך ההשקעה ב- Access, דהיינו, האם סכום בר ההשבה של הרכב ההשקעה, Access, קטן מערכה בספרים.

חוות דעת זו נערכה על מנת לסייע להנהלת פריורטק בבחינת הצורך בהכרה בהפסד מירידת ערך ההשקעה, כאמור לעיל, לצורך הדוחות הכספיים ולמטרה זו בלבד. לפיכך, חוות דעת זו לא תשמש למטרות אחרות ולא תופץ לגוף שלישי, 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 Access, באמצעות דיונים אשר ערכנו עם עובדים בכירים ונושאי משרה אחרים בפריורטק 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



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

דוחות כספיים מבוקרים. אין אנו מחויבים דעה באשר להתאמת התחזיות שנערכו לתוצאות הפיננסיות שתתקבלנה בפועל.

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

בחינת הצורך בירידת ערך ההשקעה שלהלן מתייחסת למכלול הפרמטרים הכלכליים הקשורים בקביעת סכום בר ההשבה של Access בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהיא, לרבות המלצת השקעה במכשיר פיננסי כלשהוא.

מוסכם בין מעריך השווי לפריורטק כי למעט במקרים בהם ייקבע על ידי בית המשפט שמעריך השווי פעל ברשלנות רבתי או בזדון, לא יישא מעריך השווי בכל אחריות כלפי פריורטק, Access או לחילופין כלפי צד שלישי. פריורטק מתחייבת לשפות את מעריך השווי בקשר עם כל פיצוי, אשר עולה על פי שלוש מגובה שכר הטרחה שישולם ע"י פריורטק 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 לפריורטק.

הרינו להצהיר, כי אין לנו כל עניין אישי במניות פריורטק, מניות Access, בעלי מניותיהן או צדדים הקשורים 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 ההשקעה ב- Access. במידה שדרושות לכם הבהרות בנוגע לכל אחד מהנושאים הכלולים בחוות דעתנו, או כל מידע נוסף, נשמח להרחיבה במידה שתידרש לכם.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

להלן ריכוז הממצאים¹ (אלפי ש"ח):

ריכוז ממצאים	
159,672	סכום בר השבה
174,662	ערך בספרים
(14,990)	הפחתה נדרשת

¹ בחישוב סכום בר השבה של Access לא הבאנו לידי ביטוי את ההכנסות שינבעו מ-FAB B. על כן, הערך בספרים של ההשקעה ב-Access, אשר התקבל מהנהלת פריוורטק, אינו כולל בתוכו את ההשקעות שנעשו ב-FAB B (הנהלת פריוורטק הפחיתה מהערך בספרים של ההשקעה בכלולה את כל היתרות שאינן פיננסיות).



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



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

רו"ח ערן ברקת - שותף מנהל

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

בכבוד רב,

שי פולברניס | רואה חשבון



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

תוכן עניינים

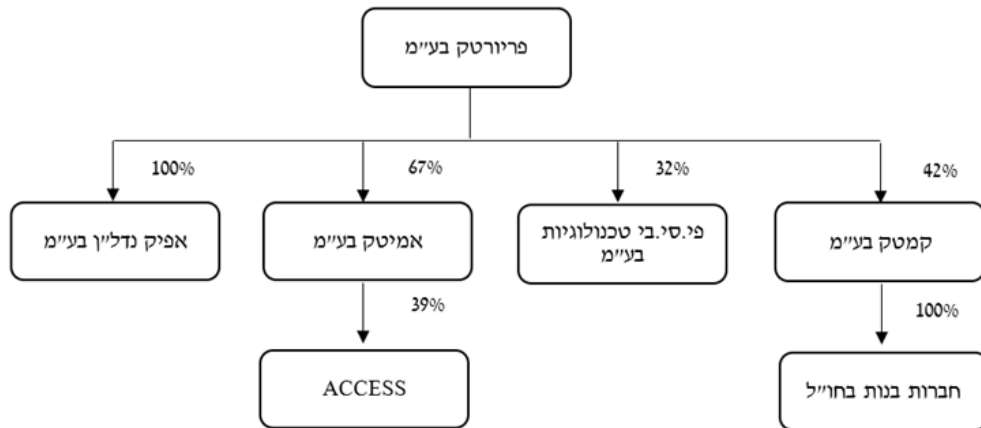
8	1. רקע
8	1.1. מבנה החזקות
8	1.2. ACCESS
12	2. מתודולוגיה
16	3. תמצית הערכת סכום בר ההשבה
17	3.1. הכנסות
24	3.2. עלות המכר ורווח גולמי
24	3.3. הוצאות מכירה ושיווק
25	3.4. הוצאות הנהלה וכלליות
25	3.5. הוצאות פיתוח
25	3.6. התאמות לתזרים מזומנים
26	3.7. מיסים על הכנסה
26	3.8. שיעור צמיחה פרמננטי
27	3.9. התחייבויות פיננסיות, נטו
27	3.10. מחיר ההון
29	3.11. ריכוז ממצאים
30	4. הרכב ההשקעה
30	5. ריכוז ממצאים



1. רקע

פריורטק בע"מ התאגדה בשנת 1980 והחלה לפעול כמפעל לייצור מעגלים מודפסים במגדל העמק. בשנת 1992, הונפקה פריורטק בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ובעקבות פעולות רה-ארגון בשנת 2000 הפכה להיות חברת החזקות. כיום מחזיקה פריורטק במספר חברות הפועלות בסביבת תעשיית האלקטרוניקה, בארץ ובעולם, המתמחות בפעילויות שונות.

1.1 מבנה החזקות



1.2 Access

כללי

בשנת 1997 החלה פריורטק בפעילות בתחום מצעים מתקדמים לתעשיית השבבים. החל משנת 2000 הועברה פעילות זו לחברת אמיטק בע"מ (להלן - "אמיטק"), דאז חברת בת בשליטה מלאה של פריורטק. אמיטק נוסדה כדי לעסוק בפיתוח, ייצור ושיווק של מצעים לרכיבים אלקטרוניים, המיועדים לשוק חצאי המוליכים/השבבים.

הטכנולוגיות לייצור מצעים שפיתחה אמיטק מאפשרים לה לייצר מצעים בעלי יתרונות על מצעים בטכנולוגיות הקונבנציונליות בכמה תחומים:

- עלות ייצור נמוכה יותר במצעים מרובי שכבות;
- גיאומטריה מדויקת של המוליכים החשמליים בעיקר במעברים בין השכבות;
- פיזור חום של הרכיבים טוב יותר.

בשנת 2006, הקימה אמיטק יחד עם שותף סיני מפעל לייצור המוני בסין בשם Access על בסיס הטכנולוגיה שפיתחה; בשנת 2012 גייסה Access כסף מקרנות PE סיניות; ובשנת 2018 נכנס משקיע חדש לאמיטק בתמורה לשיעור של כ- 33% מהון מניות אמיטק. נכון למועד



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

הערכת השווי, שיעור האחזקה של פריורטק באמיטק הינו כ- 67% ושל אמיטק ב- Access הינו כ- 39%.

תחום הפעילות - מצעים מתקדמים לתעשיית השבבים

השווקים בהם פועלות Access/אמיטק, אשר לדידה של הנהלת פריורטק ל- Access יתרונות תחרותיים בולטים בשווקים אלו, הינם יצרני רכיבים אנלוגיים בעיקר בתחום ה-RF, בו נדרשת גיאומטריה מדויקת של המוליכים החשמליים. הרכיבים האנלוגיים חייבים לעבור שינויים תכנוניים תכופים המחייבים שינויים גם במצעים שאמיטק/Access מייצרות, כך שיתאימו לדרישות הטכנולוגיות המתפתחות במהירות. תעשיית המצעים המתקדמים תלויה בתעשיית השבבים והמגמה של הורדת עלויות מול שיפור בביצועים היא חלק מהותי מהיכולת להגדיל את נתח השוק.

גורמי הצלחה קריטיים בתחום הפעילות

גורם הצלחה חשוב ביותר בשוק המצעים הוא היכולת לשפר באופן מתמיד את ביצועי המצע (הביצועים המכניים, החשמליים והתרמיים שלו) ובד בבד להוזיל את עלותו. כאמור, שוק מארזי השבבים מתאפיין בדינמיות רבה ובהתפתחויות טכנולוגיות תכופות וגם יצרני המצעים חייבים להתאים עצמם להתפתחויות האמורות ולשקוד על פיתוחים חדשים של מצעים.

שוק המצעים האורגנים הוא שוק הנשלט על ידי 10 עד 15 יצרני מצעים המייצרים בהיקפים גדולים, דבר המאפשר את הוזלת עלויות הייצור של המצעים.

יצרן המצעים, בעיקר לשוק האנלוגי (ראה להלן), חייב לפתח יכולות של ייצור דגמים לאישור וכן מעבר מהיר לייצור המוני, כיוון שתהליך אישור התאמת השבב למצע הוא ארוך מאוד ונוצרת תלות בין מתכנן ויצרן השבבים ובין יצרן המצעים. ברגע שאינטגרציה בין המצע לבין השבב/שבבים אושרה, ישוחרר המארז (השבב והמצע) לייצור המוני של מאות אלפים או מיליוני יחידות.

לאחר שיצרני השבבים ויצרני המצעים אושרו על ידי המזמין, הם ייצרו את הרכיבים בסדרות ייצור המוניות. לרוב המזמין יעדיף להזמין מאותם גורמים איתם הוא כבר עבר כברת דרך ארוכה ויקרה של אישורים והסמכות, ובעיקר כיוון שהרכיב עובד ללא תקלות.

המשמעות של תהליך זה מבחינת יצרני השבבים והמצעים היא שעליהם להתארגן לייצור המוני ולוודא שיש להם כושר ייצור פנוי לגידולים המהירים בביקוש.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

תחרות

שוק המצעים לשבבים מונע מהביקושים ומההתקדמות הטכנולוגית של השבבים עצמם. יצרני המצעים לשבבים מרוכזים בשלוש מדינות עיקריות: יפן, קוריאה וטאיוואן. מדינה נוספת אשר עשויה להוות תפקיד מכריע בשנים הבאות מבחינת ייצור המצעים הינה סין, בין היתר בעקבות מלחמת הסחר בין ממשלת ארה"ב לסין. הנהלת פריורטק מסרה כי מלחמת הסחר הביאה שחקנים סיניים, גדולים וקטנים, לייצור רכיבי מוצריהם באמצעות יצרנים סיניים כדוגמת ענקית הטכנולוגיה Huawei Technologies Co. Ltd. (להלן - "וואוי"), אשר נכון למועד הערכת השווי נמצאת בתהליכים לייצור מצעי מוצריה מול Access. יצרני המצעים בסין מצויים בתחילת הדרך, אך ניכרת השקעה מסיבית בתשתיות ובציוד הן על ידי גורמי חוץ והן על ידי גורמים ממשלתיים סיניים, על מנת להביא את יצור המצעים במדינה לעמדת תחרות מול יצרני המצעים בשאר העולם.

תיאור המוצר והטכנולוגיה

המצע הוא חלק ממארז אלקטרוני (Electronic Package) הנושא מכנית את השבב/שבבים והמקשר חשמלית בינו לבין המעגל המודפס וכן בין השבבים המונחים על אותו מצע (SOP). עיקר תפקידו של המצע הוא לתווך בין הצפיפות הגבוהה של השבב לצפיפות הנמוכה יחסית של המעגל המודפס, ותוך כדי להבטיח שהאותות החשמליים בין השבבים וכן בין השבב לבין המעגל המודפס, יזרמו ללא רעשים חשמליים. המצע האלקטרוני משמש לא רק כנשא וכמגן מכני לשבב האלקטרוני, אלא בחלק מהמקרים גם כאמצעי העוזר בסילוק החום שהשבב פולט במהלך עבודתו. כיוון שעלות הסיליקון (החומר ממנו מייצרים את השבבים) גבוהה בהרבה מעלות המצע, קיימת מגמה להעביר כמה שיותר פונקציות מהשבב אל המצע, על מנת שהמצע יוכל לאכלס פונקציות שתוכננו להיות על השבב. טכנולוגיות הייצור של המצע חייבות להיות מאוד אמינות.

מתכנן השבב חייב להגדיר כבר מהשלבים הראשונים של התכנון על איזה מצע יונח השבב. ככל שהשבב מתקדם יותר וככל שעל המצע יונחו יותר רכיבים, יש חשיבות גבוהה ליכולת המצע להעביר את האותות החשמליים בצורה תקינה ולנקז בצורה יעילה את החום שמתפתח על השבבים. לאחר שהמצע הוגדר, יועברו המצעים והשבבים להרכבה על ידי המפעלים המתמחים בהרכבת מארזים.

קיימות טכנולוגיות שונות לייצור מצעים מתקדמים, כאשר הטכנולוגיה השולטת בתחום המצעים המתקדמים מתבססת על גלס אפוקסי כחומר הבסיס למצע (חומר אורגני), בניית השכבות והחיבור החשמלי בין השכבות נעשה בכל מיני טכנולוגיות של קידוח, ליטוגרפיה,



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

ציפויים וצריבות. קיימות גם שיטות הרכבה רבות של השבבים למצעים (bga, fcbga, csp, wire bond וכיו"ב).

טכנולוגיית המצעים שפיתחה אמיטק נקראת CORELESS ו-POST-VIA. הטכנולוגיה מאפשרת בניית מצע רב שכבתי עם שליטה טובה על ההולכה בין השכבות (POST VIA), כאשר העובי הכולל של המצע קטן משמעותית מהעובי במצעים עם אותו מספר שכבות המיוצרים בשיטות אחרות, יתרון המאפשר למתכנן לייצר מוצר בעל עובי נמוך.

בשנת 2018, רכשה Access טכנולוגיה קונבנציונאלית בשם MSAP לשם ייצור (BGA ball grid array), מוצר אותו נדרשת לייצר במסגרת התקשרותה עם וואווי. הנהלת פריורטק מסרה כי הואיל ומדובר בטכנולוגיה קונבנציונאלית, עצם הימצאות הטכנולוגיה בידי Access, תאפשר ל-Access לפנות לכל גורם בסין אשר יעדיף את הספקים הסיניים. כמו כן, מסרה הנהלת פריורטק כי הטכנולוגיה צפויה להניב הכנסות החל ממחצית שנת 2019.

מוצרי Access מיוצרים כיום לשלושה סוגי שווקים:

- **השוק האנלוגי** - מצעים מתקדמים עבור תחום ה-RF/WIRELESS בתעשיית הסלולר, כאשר מוצרים אלה גם כוללים פילטרים בתוך המצע;
- **השוק הדיגיטלי** - מצעים מתקדמים עבור שוק המעבדים לתקשורת דיגיטלית, כאשר מדובר על שוק הגדול פי כמה מהשוק האנלוגי;
- **שוק המשובצים** - תחום הרכיבים המשובצים הכולל אריזה של פרוסות סיליקון (ה-WAFER) יחד עם המצע האלקטרוני (IC SUBSTRATE), תחת מוצר אחד. נכון למועד הערכת השווי, Access עוברת תהליכי אשרור אצל מספר לקוחות למצעים המשובצים עם הרכיבים האקטיביים, פרי פיתוח של Access שהושלם לאחר מספר שנים של פיתוח.



2. מתודולוגיה

תקני חשבונאות בינלאומיים, IAS 28, IAS 39 ו- IAS 36, קובעים נהלים שעל ישות ליישם כדי להבטיח שנכסיה לא יוצגו בסכום, העולה על הסכום בר ההשבה שלהם. השקעה בחברה כלולה, נכס או יחידה מניבת מזומנים מוצגים בסכום, הגבוה מסכום בר ההשבה שלהם, כאשר ערכם בספרים עולה על הסכום שיתקבל מהשימוש בהם או ממכירתם. במקרה זה חלה ירידת ערך והישות נדרשת להכיר בהפסד מירידת ערך.

IAS 36 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 נייע, נגזר פיננסי וכיו"ב);
- נתוני רמה 2 - מחירי שוק שאינם מצוטטים אשר ניתנים לצפייה (במישרין או בעקיפין) בשוק פעיל (מחיר מצוטטים לפריטים דומים בשוק פעיל, מחיר מצוטטים זהים דומים בשוק לא פעיל וכיו"ב);
- נתוני רמה 3 - נתונים אשר אינם ניתנים לצפייה - טכניקות הערכה והערכות שווי.

בהתאם לתקן בינלאומי IAS 28, בקביעת שווי השימוש של ההשקעה, ישות אומדת:

✓ את חלקה בערך הנוכחי של אומדן תזרימי המזומנים העתידיים, אשר חזוי שיופקו על ידי החברה הכלולה, כולל תזרימי המזומנים מהפעילויות של החברה הכלולה והתמורה ממימושה הסופי של ההשקעה.

✓ או את הערך הנוכחי של אומדן תזרימי המזומנים העתידיים, אשר חזוי כי ינבעו מדיבידנדים שיתקבלו מההשקעה ומהמימוש הסופי.

בהנחות מתאימות שתי השיטות יביאו לתוצאה זהה.



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

ישנן מספר שיטות מקובלות בהערכת שווי חברות, שיטת העסקאות הדומות, שיטת היוון תזרימי המזומנים, שיטת המכפיל ושיטת השווי הנכסי.

שיטת העסקאות הדומות

שווי החברה בשיטה זו מתבסס על המחיר בפועל של עסקאות דומות שבוצעו בשוק, בין קונה מרצון ומוכר מרצון, ואשר בוצעו בסמיכות למועד הערכת השווי. כדי להשוות לעסקאות שנעשו בעסקים דומים, יש למצוא עסקאות הדומות מבחינת תחום פעילות, מאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים. שלבי ההערכה בשיטת ההשוואה לעסקאות דומות הינן:

1. איתור עסקאות המתייחסות לעסקים בעלי מאפיינים תפעוליים הדומים לעסק נשוא ההערכה.
2. מציאת בסיס נאות להשוואת גודלם היחסי של העסקים הדומים והעסק נשוא ההערכה.
3. חישוב מכפיל ממוצע של העסקאות הדומות והשוואת השווי של העסק נשוא ההערכה על ידי שימוש במכפיל זה.

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים מרצון ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלולות להיות שנויות במחלוקת. כמו כן, התבססות על עסקאות שמועד ביצוען סמוך למועד הערכת השווי, מבטיחה כי השווי שמתקבל בשיטה זו יסתמך על מציאות כלכלית וסביבה עסקית דומות, המשתקפות נאמנה דרך מחיר השוק. החיסרון העיקרי של שיטה זו הנו הקושי הקיים, בדרך כלל, למצוא עסקאות דומות, מהן ניתן יהיה לגזור את שווי העסק המוערך.

שיטת שווי שוק

במידה שהחברה נסחרת ובעלת סחירות מספקת, שווי השוק שלה, כפי שמשתקף בבורסה (עסקאות רבות בין קונים מרצון למוכרים מרצון) יכול לספק אינדיקציה מהימנה לגבי שווייה. במידה שהחברה אינה נסחרת, אך בסמוך למועד הערכת השווי נעשתה עסקה במניותיה בין מוכר לרצון וקונה מרצון, ניתן להסתמך על עסקה זו לקביעת שווייה.

שיטת היוון זרמי מזומנים עתידיים

שווי החברה המחושב באמצעות שיטת היוון תזרימי מזומנים עתידיים מבוסס על יכולתה של החברה להפיק מזומנים בעתיד. לצורך שימוש בשיטה זו יש לבנות מודל פיננסי, אשר יחזה את תזרים המזומנים הצפוי של החברה, על ידי חיזוי הרווח התפעולי, שיעורי המס והתאמות תפעוליות והוניות, וזאת על מנת לעבור מהרווח החשבונאי לתזרים מזומנים.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

לשם היוון תזרים המזומנים העתידיים למועד בחינת הצורך בירידת 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 - הינו מחיר החוב, הנקבע על ידי ממוצע משוקלל של מקורות החוב הפיננסיים של החברה.

T - שיעור המס הסטטוטורי לטווח ארוך שחל על החברה.

חישוב התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:

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

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.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

שיטת המכפיל

בשיטת המכפיל מוערך שווי החברה על בסיס היחס הממוצע בענף בו היא פועלת בין שווי השוק לבין פרמטר חשבונאי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות וההון העצמי. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לפרמטר החשבונאי הרלבנטי מכונה "מכפיל".

שיטת השווי הנכסי

שיטה זו מתבססת על שווי נכסי העסק בניכוי התחייבויותיו, במונחים של שווי שוק. שיטה זו מתאימה בעיקר לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל"ן. הגישה מתאימה גם להערכת "עסק בפירוק", אך לא בהכרח להערכת פוטנציאל הרווח הצפוי לנבוע מנכסי העסק. החיסרון העיקרי של השיטה נעוץ בעובדה שהשיטה מתעלמת מפוטנציאל הרווחים הקיים בעסק מעבר לנכסים הרשומים בספרי החברה.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

3. תמצית הערכת סכום בר השבה

כאמור בפרק 2, IAS 36 מגדיר סכום בר השבה כגבוה מבין השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של נכס (השקעה בחברה כלולה במקרה זה), לבין שווי השימוש בו. דהיינו, במקרה בו השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה או שווי השימוש או שניהם, גבוהים מערך הנכס בספרים, לא נדרשת הישות להכיר בהפסד מירידת ערך.

בחוות דעתנו אמדנו את סכום בר השבה של ההשקעה ב- Access בגישת שווי השימוש, באמצעות שיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים. הטבלה שלהלן מציגה את שווי השימוש של ההשקעה ב- Access בשיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים (אלפי דולר):

תקציב	תחזית 2019	תחזית 2020	תחזית 2021	תחזית 2022	תחזית 2023	תחזית 2024	תחזית 2025	T.V.	
41,160	56,754	63,932	69,047	72,499	75,399	77,661	79,991		הכנסות שוק אנלוגי
12,455	13,078	13,732	14,418	15,139	15,745	16,217	16,704		הכנסות שוק דיגיטלי
10,743	16,979	17,827	18,719	19,655	20,441	21,054	21,686		הכנסות שוק משובצים ואחרות
64,358	86,810	95,491	102,184	107,293	111,585	114,933	118,380		סה"כ הכנסות
3.1%	34.9%	10.0%	7.0%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%		שיעור צמיחת ההכנסות
(49,827)	(49,963)	(54,960)	(58,812)	(61,752)	(64,222)	(66,149)	(68,133)		עלות המכר ללא פחת
(13,208)	(13,319)	(13,461)	(13,634)	(13,835)	(14,065)	(14,320)	(14,519)		פחת
1,323	23,529	27,071	29,739	31,706	33,298	34,463	42,728		רווח גולמי
2.1%	27.1%	28.3%	29.1%	29.6%	29.8%	30.0%	36.1%		שיעור רווח גולמי
(1,607)	(1,215)	(1,337)	(1,431)	(1,502)	(1,562)	(1,609)	(1,657)		הוצאות מכירה ושיווק
(5,856)	(7,043)	(7,747)	(8,290)	(8,704)	(9,052)	(9,324)	(9,604)		הוצאות הנהלה וכלליות
(3,623)	(3,947)	(4,066)	(4,188)	(4,313)	(4,443)	(4,576)	(4,713)		הוצאות פיתוח
(9,764)	11,323	13,921	15,831	17,186	18,240	18,954	26,754		רווח תפעולי לפני מס
-15.2%	13.0%	14.6%	15.5%	16.0%	16.3%	16.5%	22.6%		שיעור רווח תפעולי לפני מס
(9,356)	(3,698)	(1,205)	(936)	(723)	(615)	(489)	(524)		שינויים בהון חוזר
13,208	13,319	13,461	13,634	13,835	14,065	14,320	14,519		התאמות בגין פחת והפחתות
(7,519)	(7,519)	(7,519)	(7,519)	(7,519)	(7,519)	(7,519)	(7,519)		השקעות לשימור הרכוש הקבוע
(13,431)	13,425	18,659	21,009	22,779	24,171	25,266	194,501		תזרים מזומנים תפעולי
(12,444)	10,678	12,741	12,316	11,463	10,443	9,371	72,136		תזרים תפעולי מהוון
									סה"כ שווי תפעולי
									נכס מס בגין עודף פחת על השקעה
									219
									2,281
									129,204
									סכום בר השבה



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

3.1. הכנסות

תוצאות הפעילות בשנים 2012-2018 (אלפי דולר):

הטבלה שלהלן מציגה את תוצאות הפעילות בשנים 2012-2018 (אלפי דולר):

בפועל 2018	בפועל 2017	בפועל 2016	בפועל 2015	בפועל 2014	בפועל 2013	בפועל 2012	
-17.23%	-10.08%	66.99%	-14.06%	-12.30%	-23.82%		שיעור צמיחת ההכנסות
62,428	67,827	75,428	45,169	52,561	59,932	78,674	הכנסות
(52,865)	(49,092)	(60,586)	(40,797)	(44,325)	(49,177)	(56,485)	עלות המכר
9,562	18,735	14,841	4,372	8,236	10,755	22,189	רווח גולמי
15.32%	27.62%	19.68%	9.68%	15.67%	17.94%	28.20%	שיעור רווח גולמי
(1,155)	(998)	(1,097)	(990)	(716)	(679)	(599)	הוצאות מכירה ושיווק
(5,639)	(8,938)	(8,601)	(6,848)	(6,694)	(6,722)	(6,604)	הוצאות הנהלה וכלליות
2,768	8,799	5,143	(3,466)	826	3,353	14,986	רווח תפעולי*
4.43%	12.97%	6.82%	-7.67%	1.57%	5.60%	19.05%	שיעור רווח תפעולי

* ללא הפחתות מו"פ

כאמור בפרק 1, שוק היעד של Access הינו תחום הרכיבים מבוססי מצעים אורגניים מתקדמים לתעשיית השבבים. בשנת 2013 ובשנים שקדמו לה, התרכזה פעילות הייצור של Access במצעים מתקדמים עבור תחום ה-RF/wireless בתעשיית הסלולר, בהתבסס על טכנולוגיית המצעים שפיתחה אמיטק. הכנסותיה של Access בשנים 2013 ו-2014 היוו שיעור של כ-15%-20%, משוק האנלוגי העולמי.

הואיל והשוק האנלוגי מהווה פלח מצומצם (באופן יחסי) ביחס לכלל שוק השבבים, הגדירה הנהלת Access בשנת 2013 כיעד עיקרי, לחדור לתחום נוסף בשוק השבבים - שוק המעבדים לתקשורת הדיגיטלית אשר היקפו מוערך בפי כמה מהשוק האנלוגי. לשם כך, החלה בחלקה השני של שנת 2013 בפיתוח מוצרים חדשים, וכן השקיעה מאמצים ניכרים לשם הרחבת כושר הייצור שיתמוך בהיקף מכירותיה החזויות. חדירתה של Access בשנת 2015 לשוק הדיגיטלי לא היתה בהתאם לציפיות הנהלתה בין היתר בשל הקושי לייצר יתרון תחרותי כאשר החברות המובילות בשוק הינן חברות ענק ותיקות.

לאור האמור, בשנת 2015 החלה Access בפיתוח חדש בתחום הרכיבים המשובצים, הכולל אריזה של פרוסות סיליקון (ה-wafer) יחד עם המצע האלקטרוני (IC substrate), תחת מוצר אחד. במהלך השנים 2015-2017 קיימה Access מספר שיתופי פעולה בתחום אשר הניבו לה הכנסות ראשוניות.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

לדאבונה של Access, בחודש אוקטובר, 2017 התפרצה שריפה במפעל Access (להלן - "אירוע השריפה"), השריפה התחוללה רק באחד משלושת אולמות הציפויים הקיימים במפעל ולא בשאר חלקי המפעל, בהם מתבצעים תהליכי ייצור אחרים, כך שאירוע השריפה פגע בעיקר בהכנסות מהשוק האנלוגי ומשוק המשובצים. הנהלת Access מסרה כי בעקבות אירוע השריפה ולשם מכירה מחדש ללקוחות היא נדרשה לבצע הסמכה מחדש למפעל וכן הסמכה מחדש למוצרים, כאשר ההסמכה למפעל הסתיימה בשנת 2018 וההסמכות למוצרים צפויות להסתיים במחצית שנת 2019.

נכון למועד הערכת השווי מסרה הנהלת Access כי לשם חדירה אגרסיבית לשוק המשובצים והגדלת כושר הייצור שלה בכוונתה לפתוח FAB B, אשר יעמוד בדרגות הניקיון הנדרשות לשוק המשובצים. עוד מסרה כי בעקבות מלחמת הסחר בין ממשלת ארה"ב לסין נמצאת Access בתהליכים מול ענקית הטכנולוגיה וואווי, כאשר בשנת 2018 ביצעה Access מספר הסמכות למוצרי וואווי עם צפי לתחילת הכנסות במחצית השנייה לשנת 2019 ומכירות משמעותיות במהלך שנות התחזית.

נציין כי נכון למועד הערכת השווי החלה השקעה ב-FAB B, עם זאת, עקב חוסר הוודאות למועד תחילת הכנסות וכן עקב חוסר היכולת לאמוד את היקף ההכנסות וההוצאות הצפויות מ-FAB B, לא התייחסנו בחוות דעתנו לפוטנציאל הגלום בפתיחת FAB B. עוד נציין כי עיקר ההכנסות הצפויות להתקבל מוואווי ינבעו מפתיחת FAB B, כך שלא נלקחו בחשבון בחוות הדעת².

² בשונה מההכנסות הצפויות להתקבל מוואווי אשר אינן נוגעות לפתיחת FAB B ונלקחו בחשבון בחוות הדעת.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

ניתוח תוצאות Access בשנת 2018 - תקציב מול ביצוע ותחזית לשנים 2019-2025

הטבלה שלהלן מציגה את התוצאות בפועל של Access בשנת 2018 בהשוואה לתכנית העבודה ואת התחזית לשנת 2019 (אלפי דולר):

תחזית 2019	בפועל 2018	תקציב 2018	
3.09%	-17.23%	47.72%	שיעור צמיחת ההכנסות
64,358	62,428	100,195	הכנסות
(63,035)	(52,865)	(77,879)	עלות המכר
1,323	9,562	22,316	רווח גולמי
2.06%	15.32%	22.27%	שיעור רווח גולמי
(1,607)	(1,155)	(1,314)	הוצאות מכירה ושיווק
(5,856)	(5,639)	(6,090)	הוצאות הנהלה וכלליות
(6,141)	2,768	14,912	רווח תפעולי*
-9.54%	4.43%	14.88%	שיעור רווח תפעולי

* ללא הפחתות מו"פ

כפי שניתן לראות בטבלה שלעיל, שנת 2018 משקפת אי-עמידה בתקציב ההכנסות לאותה שנה (ואף ירידה בהכנסות בהשוואה לשנת 2017). הנהלת Access מסרה כי תכנית העבודה לשנת 2018 התבססה בעיקר על הכנסות מהשוק הדיגיטלי, זאת עקב הירידה בהכנסות מהשוק האנלוגי ומשוק המשובצים בעקבות אירוע השריפה וכן הודות לצמיחה מהותית בשוק המטבעות המבוזרים. במחצית הראשונה לשנת 2018 לאור הצמיחה בשוק המטבעות המבוזרים, ובפרט במטבע הביטקוין, נרשמו הכנסות חודשיות מהותיות מהשוק הדיגיטלי על סך של כ- 7 מיליון דולר, ברם, במחצית שנת 2018 ערך הביטקוין נפל וכפועל יוצא נרשמו הכנסות זניחות מהשוק הדיגיטלי למחצית השנייה של שנת 2018. יתר על כן, הנהלת Access מסרה כי הסמכה מחדש למפעל ולמוצרים אורכת יותר משציפתה, כך שההסמכות מחדש למוצרים תסתיימנה במחצית שנת 2019.

תכנית העבודה לשנת 2019 מתבססת בעיקר על חזרה למכירה לשוק האנלוגי ושוק המשובצים לאחר קבלת כלל ההסמכות מחדש. זאת ועוד, הודות למלחמת הסחר בין ממשלת ארה"ב לסין (כאמור בפרק 1), חוזה הנהלת Access גידול רוחבי בשוק המצעים המתקדמים, בשוק האנלוגי בפרט, וכפועל יוצא צמיחה בהכנסותיה וגידול במאגר לקוחותיה.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

ניתוח הכנסות

הטבלה שלהלן מציגה את הרכב ההכנסות של Access בהתאם לשווקים בהם היא פועלת (אלפי דולר):

2019	2018	2018	
תחזית	בפועל	תקציב	שוק אנלוגי
20,026	81	3,899	Qorvo non apple
-	-	-	Qorvo apple
2,026	4,512	3,002	Avago
16,108	12,204	13,024	China Power Amplifier
3,000	1,317	1,005	M/Acom
41,160	18,114	20,930	סה"כ
תחזית	בפועל	תקציב	שוק דיגיטלי
12,455	42,015	75,963	China Base Band
12,455	42,015	75,963	סה"כ
תחזית	בפועל	תקציב	שוק המשובצים והכנסות אחרות
3,646	2,061	3,000	NPI and others
3,000	238	302	TI maxim Infineon
4,097	-	-	BGA
10,743	2,299	3,302	סה"כ
64,358	62,428	100,195	סה"כ הכנסות

להלן יפורטו הסברים להכנסות Access בפועל בשנת 2018 ולהכנסות בשנות התחזית:

שוק אנלוגי

ניתוח תקציב מול ביצוע שנת 2018 ותחזית לשנת 2019

Qorvo non apple - ההכנסות בפועל מלקוח זה בשנת 2018 היו זניחות לחלוטין. הנהלת Access מסרה כי כפי שצפתה המפעל קיבל הסמכה מחדש ברבעון השלישי לשנת 2018, אף על פי כן, לשם מכירה מחדש ללקוח יש צורך לקבל הסמכה מחדש גם על המוצרים, הצפויה להערכתה להתקבל במהלך המחצית הראשונה לשנת 2019.

תחזית ההכנסות לשנת 2019 מבוססת על תקציב Access אשר נאמד בכ- 20,026 אלפי דולר והמשקף צמיחה מהותית בהכנסות מלקוח זה. מהנהלת Access נמסר כי מוצרי לקוח זה צפויים לקבל הסמכה מחדש במהלך המחצית הראשונה לשנת 2019, כאשר לאחר מכן צופה הנהלת Access חזרה לרמת הכנסות כבשנים קודמות, הואיל ומדובר בלקוח ותיק של



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

Access. עוד מסרה כי על מנת להחזיר את מאגר לקוחותיה, בכוונתה לשווק מחדש את המוצרים ללקוחות (ראה פרק הוצאות מכירה ושיווק להלן).

Qorvo apple - בהתאם לתקציב ההכנסות מלקוח זה לשנת 2018, בפועל לא התקבלו כלל הכנסות לשנה זו. הנהלת Access מסרה כי בעקבות אירוע השריפה תקציב ההכנסות לשנת 2018 שיקף אפס הכנסות מלקוח זה. עוד מסרה, כי בעקבות סכסוך בין הלקוח לחברת Apple Inc. (לקוחת Qorvo apple), לא צפויות כלל הכנסות מלקוח זה בשנת 2019 ובמהלך שנות התחזית.

Avago - ההכנסות בפועל מלקוח זה בשנת 2018, עמדו ואף עקפו את תקציב ההכנסות לשנה זו. אף על פי כן, על פי תכנית העבודה לשנת 2019, לא צפויה עבודה מול הלקוח בפיתוח דגמים חדשים ולכן מעריכה Access כי על בסיס המודלים הקיימים, ההכנסות מלקוח זה תסתכמנה בכ- 2,026 אלפי דולר, המשקפים ירידה של כ- 55% בהכנסות בהשוואה לשנת 2018.

China Power Amplifier - הכנסות בפועל ממספר לקוחות בשוק הסיני אשר הסתכמו בשנת 2018 לשיעור של כ- 94% מיעד ההכנסות שהוגדר, דהיינו, ההכנסות בפועל מלקוח זה עמדו בקירוב בתקציב ההכנסות לשנה זו.

תחזית ההכנסות לשנת 2019 מבוססת על תקציב Access אשר נאמד בכ- 16,108 אלפי דולר והמשקף צמיחה בשיעור של כ- 32% בהכנסות בהשוואה לשנת 2018. הנהלת פריורטק מסרה כי מלחמת הסחר בין ארה"ב לסין הביאה שחקנים סיניים, גדולים וקטנים, לייצור רכיבי מוצריהם באמצעות יצרנים סיניים, כדוגמת Access, ולפיכך צופה צמיחה מהותית בהכנסות CPA לשנת 2019. בין השחקנים הסיניים ניתן למנות את ענקית הטכנולוגיה וואווי אשר נכנסה למאגר הלקוחות של Access (ראה לעיל).

תחזית לשנת 2020 ואילך

ההכנסות החזויות מהשוק האנלוגי לשנת 2020 נאמדו בהתאם לתחזית הנהלת Access המבטאת צמיחה בשיעור של כ- 38%, אשר מתבססת על חזרה של לקוחות לייצור לאחר הסמכה מחדש וכן כניסת לקוחות חדשים למאגר הלקוחות של Access הודות למלחמת הסחר בין ארה"ב לסין. משנת 2021 ואילך הנחנו כי ההכנסות תצמחנה בשיעור צמיחה ההולך ופוחת בהדרגתיות עד להתייצבות על שיעור של כ- 3% בשנה מייצגת.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

שוק דיגיטלי

ניתוח תקציב מול ביצוע שנת 2018 ותחזית לשנת 2019

China Base Band - ההכנסות בפועל ממספר לקוחות בשוק הסיני בשנת 2018 היו נמוכות מתקציב ההכנסות לשנה זו כאשר נרשמה עמידה בתקציב בשיעור של כ- 55%. תקציב ההכנסות לשנת 2018 התבסס בעיקר על צמיחה משמעותית בשוק המטבעות המבוזרים, בין היתר הודות לצמיחה המהותית בערך מטבע הביטקוין. הנהלת Access מסרה כי במחצית הראשונה לשנת 2018 לאור הצמיחה בשוק המטבעות המבוזרים, ובפרט במטבע הביטקוין, נרשמו הכנסות חודשיות מהותיות מהשוק הדיגיטלי על סך של כ- 7 מיליון דולר, ברם, במחצית שנת 2018 ערך הביטקוין נפל וכפועל יוצא נרשמו הכנסות זניחות מהשוק הדיגיטלי למחצית השנייה של שנת 2018, ולפיכך לא עמדה Access בתקציב ההכנסות מהשוק הדיגיטלי לשנה זו.

תחזית ההכנסות לשנת 2019 מבוססת על תקציב Access אשר נאמד בכ- 12,455 אלפי דולר והמשקף ירידה מהותית בהכנסות לשנה זו. הנהלת Access מסרה כי בעקבות הנפילה בשוק המטבעות המבוזרים צופה היא שההכנסות מהשוק הדיגיטלי תחזורנה לרמת הכנסות כבשנים קודמות.

תחזית לשנת 2020 ואילך

ההכנסות החזויות מהשוק הדיגיטלי לשנת 2020 נאמדו בהתאם לתחזית הנהלת Access המבטאת צמיחה בהכנסות בשיעור של כ- 5%. משנת 2021 ואילך הנחנו כי ההכנסות תצמחנה בשיעור של כ- 5% ההולך ופוחת בהדרגתיות עד להתייצבות על שיעור של כ- 3% בשנה מייצגת.

שוק המשובצים והכנסות אחרות

ניתוח תקציב מול ביצוע שנת 2018 ותחזית לשנת 2019

במהלך שנת 2015 החלה Access בפיתוח חדש בתחום הרכיבים המשובצים, הכולל את האריזה של פרוסות סיליקון (ה-wafer) יחד עם המצע האלקטרוני (IC substrate), במקום אחד (One Stop Shop). בשנים 2016-2017 החלה Access במספר שיתופי פעולה בתחום אשר הניבו הכנסות ראשוניות.

בשנת 2018 נרשמו הכנסות משוק המשובצים על סך של כ- 2,299 אלפי דולר ביחס לתקציב הכנסות של כ- 3,302 אלפי דולר לשנה זו, קרי, עמידה בתקציב בשיעור של כ- 70%. נמסר מהנהלת Access כי אי העמידה בתקציב ההכנסות משוק המשובצים לשנה זו נובעת בעיקר מאירוע השריפה.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

תחזית ההכנסות לשנת 2019 מבוססת על תקציב Access אשר נאמד בכ- 10,743 אלפי דולר והמשקף צמיחה בשיעור של מעל 300%. מהנהלת Access נמסר כי הצמיחה המהותית בשוק המשובצים והכנסות אחרות נובעת בעיקר מהביאורים כדלקמן:

- תום אירוע השריפה - לאירוע השריפה, אשר התרחש בסוף שנת 2017 היו השפעות מהותיות על ההכנסות משוק המשובצים, כאשר ההשלכות מאירוע השריפה צפויות להסתיים במחצית שנת 2019, לאחר שתקבל Access הסמכה מחדש למוצריה (הסמכה מחדש למפעל נתקבלה ברבעון השלישי לשנת 2018). לפיכך, הנהלת Access חוזה צמיחת הכנסות בשנת 2019.
- פוטנציאל השוק - הנהלת פריורטק מסרה כי שוק המשובצים מאופיין בשיעורי צמיחה מהותיים וכי בכוונת Access לחלוש על נתח בשוק המשובצים, מה שיביא לצמיחת הכנסות מהותית בשנת 2019 ובשנות התחזית³.
- BGA - כאמור בפרק 1, בשנת 2018 רכשה Access טכנולוגיה קונבנציונאלית בשם MSAP לשם ייצור BGA (ball grid array), מוצר אותו נדרשת לייצר במסגרת התקשרותה עם וואווי. הנהלת פריורטק מסרה כי הואיל ומדובר בטכנולוגיה קונבנציונאלית, עצם הימצאות הטכנולוגיה בידי Access, תאפשר ל- Access לפנות לכל גורם בסין אשר יעדיף את הספקים הסיניים. הטכנולוגיה צפויה להניב הכנסות החל ממחצית שנת 2019, ולהסתכם בכ- 4,097 אלפי דולר לאותה שנה.

תחזית לשנת 2020 ואילך

כאמור, שוק המשובצים הינו שוק שנוצר מאיחוד של שני סוגי שירותים אשר ניתנים בד"כ על ידי שני ספקים שונים (ספק המצע וספק לוח הסיליקון). שוק זה הינו שוק חדש אשר למיטב ידיעת הנהלת פריורטק, נכון למועד עריכת חוות הדעת Access הינה היחידה הפועלת בתחום זה בעולם. תחזית ההכנסות לשנת 2020 מבוססת על תחזית הנהלת Access ומבטאת המשך חדירה לשוק המשובצים וצמיחה בהכנסות הודות לטכנולוגיה הקונבנציונאלית שנרכשה - MSAP. משנת 2021 ואילך הנחנו כי ההכנסות תצמחנה בשיעור של כ- 5% ההולך ופוחת בהדרגתיות עד להתייצבות על שיעור של כ- 3% בשנה מייצגת.

³ נציין כי עיקר ההכנסות הצפויות משוק המשובצים תתקבלנה הודות לפתיחת FAB B אשר יעמוד בדרגות הניקיון הנדרשות לשוק המשובצים, ובחוות דעתנו התייחסנו להכנסות הצפויות משוק המשובצים מ- FAB A בלבד.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

3.2. עלות המכר ורווח גולמי

עלות המכר מורכבת מחומרים, שכר עובדים, הוצאות תקורה והוצאות פחת. בשנת 2018 היוו הוצאות החומרים, שכר עבודה ותקורות (להלן - "עלות המכר ללא פחת") שיעור של כ- 64.4% מסך ההכנסות, ביחס לשיעור של כ- 53.8% בשנת 2017. לדברי הנהלת Access, אי-העמידה בשיעור הרווח הגולמי לשנת 2018 נובעת מאי-עמידה ביעד ההכנסות לשנה זו, יחד עם תקורות בעלות המכר.

בשנת 2019, חוזה הנהלת Access גידול מהותי בעלות המכר ללא פחת בעיקר בעקבות פתיחת הקו לייצור טכנולוגיה קונבנציונאלית באמצעות MSAP. כמו כן, מסרה הנהלת Access כי תקנות חדשות בסין לעניין הפרשות לעובדים יביאו לגידול נוסף בעלות המכר ללא פחת לשנת 2019.

עלות המכר ללא פחת לשנים 2019-2020 נאמדה בהתאם להערכות הנהלת Access. משנת 2021 ואילך הנחנו כי שיעור עלות המכר ללא פחת מההכנסות יתייבב על שיעור של כ- 57.6%, בהתאם לשיעור עלות המכר ללא פחת בשנת 2020.

הטבלה שלהלן מציגה את הרווח הגולמי החזוי בשנים 2019-2025 (אלפי דולר):

T.V.	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	
118,380	114,933	111,585	107,293	102,184	95,491	86,810	64,358	הכנסות
(68,133)	(66,149)	(64,222)	(61,752)	(58,812)	(54,960)	(49,963)	(49,827)	עלות המכר ללא פחת
(7,519)	(14,320)	(14,065)	(13,835)	(13,634)	(13,461)	(13,319)	(13,208)	פחת עלות המכר
42,728	34,463	33,298	31,706	29,739	27,071	23,529	1,323	רווח גולמי
36.1%	30.0%	29.8%	29.6%	29.1%	28.3%	27.1%	2.1%	שיעור רווח גולמי

נציין כי שיעור הרווח הגולמי בשנה המייצגת עולה בצורה משמעותית הודות להתייבבות הוצאות הפחת על גובה ההשקעות בשנת 2030 (עודף הוצאות הפחת הובא בחשבון כנכס מס בגין עודף פחת על השקעה).

הוצאות הפחת - הוצאות הפחת מחושבות בהתאם ליתרת העלות המופחתת ליום 31 בדצמבר, 2018, מדיניות הפחתת הרכוש הקבוע וההשקעות ההוניות הצפויות.

3.3. הוצאות מכירה ושיווק

פעילות המכירה והשיווק מתבצעת בארה"ב, באמצעות חברת בת, ובמשרדי Access בסין. הפעילות מתבצעת בשני אופנים: ישירות מול הלקוחות הסופיים ובאמצעות קבלני משנה, המבצעים גם את עבודות ההרכבה של המצעים.

מבנה הלקוחות של Access הינו מבנה מצומצם הכולל בעיקר לקוחות גדולים הפועלים בשוק ולכן הוצאות המכירה והשיווק אינן צפויות לגדול באופן משמעותי עם הגדלת נפח המכירות.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

אף על פי כן, לשם החזרת לקוחותיה לאחר אירוע השריפה ולשם שיווק הקו לייצור טכנולוגיה קונבנציונאלית באמצעות MSAP (ראה פרק הכנסות לעיל), צופה הנהלת Access הוצאה חריגה בהוצאות מכירה ושיווק בשנת 2019. הוצאות מכירה ושיווק לשנים 2019-2020 נאמדו בהתאם להערכות הנהלת Access, כאשר בשנת 2021 צפויות ההוצאות להתייצב על שיעור של כ- 1.4% מסך ההכנסות.

3.4. הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות הנהלה וכלליות כוללות הוצאות הנהלה, הוצאות מחקר ואחרות. ההוצאות לשנת 2018 משקפות ירידה בהשוואה לשנת 2017 וזאת בעקבות אירוע השריפה כפי שמתואר לעיל. הוצאות הנהלה וכלליות לשנים 2019-2020 נאמדו בהתאם להערכות הנהלת Access, כאשר בשנת 2021 צפויות ההוצאות להתייצב על שיעור של כ- 8.1% מסך ההכנסות.

3.5. הוצאות פיתוח

הוצאות הפיתוח לשנים 2019-2020 נאמדו בהתאם להערכות הנהלת Access. משנת 2021 ואילך, נאמדו הוצאות הפיתוח בהתאם לשיעור צמיחה פרמננטי של 3% בכל שנה. בשנה מייצגת הוצאות הפיתוח מתייצבות על שיעור של כ- 4.0% מסך ההכנסות.

3.6. התאמות לתזרים מזומנים

פחת והשקעות הוניות

הטבלה שלהלן מציגה את ההשקעות והוצאות הפחת וההפחתות הצפויות לאורך שנות התחזית (אלפי דולר):

T.V.	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	
	7,519	7,519	7,519	7,519	7,519	7,519	7,519	השקעות ברכוש קבוע
	7,519	14,320	14,065	13,835	13,634	13,319	13,208	פחת והפחתות

תכנית ההשקעות של Access כוללת השקעות בציוד ורכוש קבוע, כאשר בשנת 2017 השקיעה Access סך של כ- 6,080 אלפי דולר ברכוש הקבוע. בעקבות אירוע השריפה במפעל אשר התרחש בחודש אוקטובר 2017, כאמור לעיל, בשנת 2018 הושקע סך של כ- 13,951 אלפי דולר ברכוש קבוע ואף בשנת 2019 צפויות השקעות הוניות מהותיות הקשורות ל-FAB B. בחוות דעתנו לא הבאנו בחשבון את ההכנסות הצפויות מ-FAB B ולכן לא הבאנו בחישובנו גם את ההשקעות ההוניות הצפויות ב-FAB B. בהתאם להנחות הנהלת Access, ההשקעות הצפויות לאורך שנות התחזית הינן בסך של כ- 7,519 אלפי דולר בכל שנה וזאת על מנת לתמוך במחזורי הפעילות.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

בהתאם לתחשיב שביצענו הוצאות הפחת תתייצבנה לרמת ההשקעות ההוניות, קרי, כ- 7,519 אלפי דולר, בשנת 2027. מגן המס בגין עודף הוצאות הפחת על ההשקעות ההוניות הובא בחשבון כנכס מס בגין עודף פחת על השקעה.

שינויים בהון חוזר

לקוחות

יתרת הלקוחות של Access לאורך שנות התחזית נאמדה בהתאם למדיניות האשראי הצפויה, כפי שמעריכה הנהלת פריורטק. מהנהלת פריורטק נמסר כי ימי הלקוחות הנגזרים בשנים קודמות חריגים ואינם מייצגים וכי ימי הלקוחות אשר יאפיינו את Access בטווח הארוך הינם כ- 60 ימים. ימי הלקוחות נאמדו בכ- 60 יום.

מלאי

המלאי של Access כולל חומרי גלם, מוצרים בתהליך, מוצרים מוגמרים ומוצרים מתכלים בעל ערך נמוך. מהנהלת פריורטק נמסר כי ימי המלאי הנגזרים בשנים קודמות חריגים ואינם מייצגים וכי ימי המלאי אשר יאפיינו את Access בטווח הארוך הינם כ- 45 ימים. ימי המלאי נאמדו בכ- 45 יום.

ספקים

יתרות הספקים לאורך שנות התחזית כוללות יתרות ספקי רכוש קבוע בניכוי מקדמות וספקי ציוד וחומרים. יתרות ספקי רכוש קבוע נאמדו בהתאם למדיניות תשלום של 120 ימים כפי שנמסר על ידי הנהלת פריורטק ויתרות ספקי החומרים נאמדו בהתאם למדיניות תשלום של 63 ימים, כפי שנגזר משנת 2018 (הנהלת Access מסרה כי בעקבות אירוע השריפה ימי הספקים הנגזרים בשנת 2017 חריגים ואינם מייצגים).

3.7. 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).

3.8. שיעור צמיחה פרמננטי

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



3.9. התחייבויות פיננסיות, נטו

הטבלה להלן מציגה את הנכסים וההתחייבויות הפיננסיות של Access למועד הערכת השווי (אלפי דולר):

נכסים פיננסים, נטו	
מזומנים	26,302
הלוואות מתאגידים בנקאיים	(16,700)
התחייבות כלפי צד ג	(7,321)
סה"כ	2,281

3.10. מחיר ההון

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

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

כאשר:

D/V - רמת המינוף נאמדה בהתבסס על ממוצע רמות המינוף של שלושת הענפים הרלוונטיים לתחום פעילותה של Access, כפי שמפורסם באתר הכלכלי Damodaran Online וכמפורט להלן:

ענף	רמת מינוף
Electronics (General)	16.23%
Semiconductor	12.39%
Semiconductor Equip	14.22%
ממוצע	14.28%

רמת המינוף אשר שימשה אותנו בחישובינו הינה **14.28%**.

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

Kd - מחיר החוב של Access לטווח הארוך כפי שנמסר על ידי הנהלת פריורטק ובהתאם לריביות הנקובות על הלוואותיה לזמן ארוך נאמד בכ- **4.9%**.

T - שיעור המס האפקטיבי לטווח ארוך שחל על Access. שיעור המס האפקטיבי לטווח ארוך אשר נאמד בעבודתנו הינו **15%** שהינו שיעור המס הסטטוטורי בסין.

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

שיעור התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:

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



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

כאשר :

β - נאמדה בהתבסס על ממוצע ה- β של שלושת הענפים הרלוונטיים לתחום פעילותה של Access, כפי שמפורסם באתר הכלכלי Damodaran Online וכמפורט להלן :

ענף	ביטא (β)
Electronics (General)	1.02
Semiconductor	1.34
Semiconductor Equip	1.39
ממוצע	1.25

הביטא הממונפת / המשתמעת ששימשה אותנו בחישובנו הינה **1.25**.

Rf - אמדנו את שיעור הריבית חסרת סיכון בכ- **2.69%** בהתבסס על ממוצע ריבית חסרת סיכון של ממשלת ארה"ב לטווח הארוך (10 שנים).

Rm-Rf - פרמיית הסיכון הממוצעת נאמדה בכ- **6.94%** בהתאם לפרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הסיני כפי שפורסמה באתר הכלכלי Damodaran Online.

P - שיעור תשואה נוסף, המשקף סיכון ספציפי, לרבות, פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר גודל. בחוות דעתנו הוספנו פרמיה בשיעור של **5.37%**, בהתבסס על ניסיונו כמעריכי שווי ובהתאם למחקרם של Duff & Phelps, LLC.

בהתאם לפרמטרים אלו, מחיר ההון הינו **14.92%** כמפורט בטבלה להלן :

פרמטר	שיעור שלקח בחוות הדעת	פירוט / הסבר
β	1.25	ממוצע ענפי בהתאם לאתר הכלכלי Damodaran Online
Rf	2.69%	ריבית חסרת סיכון של ממשלת ארה"ב לטווח ארוך (10 שנים)
(Rm-Rf)	6.94%	פרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הסיני
P	5.37%	בהסתמך על ניסיונו כמעריכי שווי ועל מחקרם של Duff & Phelps, LLC
Ke	16.71%	
Kd	4.90%	מחיר החוב של Access לטווח הארוך
D/V	14.28%	שיעור המינוף המייצג לטווח ארוך בהתאם לאתר הכלכלי Damodaran Online
E/V	85.72%	
T	15.00%	שיעור מס חברות בסין
WACC	14.92%	



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

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 לפני מס נאמד בכ - **16.49%**.

3.11. ריכוז ממצאים

הטבלה שלהלן מציגה את חלקת פריורטק מסכום בר ההשבה של Access:

ריכוז ממצאים	
129,204	סכום בר השבה (אלפי דולר)
(44,000)	זכויות עדיפות (אלפי דולר) *
85,204	שארית (אלפי דולר)
50.0%	שיעור השתתפות
42,602	חלק פריורטק (אלפי דולר)
3.748	שע"ח דולר ש"ח
159,672	חלק פריורטק (אלפי ש"ח)

* זכויות עדיפות - הזכויות העדיפות של קרנות ההשקעה בעת אירוע הנזלה. בנוסף, בעת אירוע מכירה של Access, יקבלו המניות העדיפות את הזכויות העדיפות שלהן ולאחר מכן תהיה חלוקה פרו רטה בין המניות הרגילות, כאשר שיעור אמיטק בחלוקה זו הינו 50%.

מבחני רגישות

הטבלה שלהלן מציגה את רגישות שווי החזקות פריורטק ב- Access בהתאם לשינויים בשיעור ההיוון ושיעור הצמיחה הפרמננטי (אלפי ש"ח):

שיעור צמיחה פרמננטי					
2.00%	2.50%	3.00%	3.500%	4.00%	
196,507	203,323	210,735	218,819	227,676	14.49%
171,665	177,169	183,116	189,558	196,562	15.49%
150,341	154,841	159,672	164,878	170,500	16.49%
131,852	135,567	139,539	143,795	148,368	17.49%
115,676	118,772	122,068	125,586	129,345	18.49%

מחיר
ההון



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda
פולברניס ברקת בן-יהודה

4. הרכב ההשקעה

בהתאם למידע שנמסר ע"י הנהלת פריורטק, נכון למועד הערכת השווי הרכב ההשקעה ב- Access (בנטרול יתרות הקשורות ב- FAB B שאינן פיננסיות) הינו כ- 174,662 אלפי ש"ח.

5. ריכוז ממצאים

הטבלה שלהלן מציגה את סכום בר השבה של Access בהשוואה לערכה בספרי פריורטק למועד הערכת השווי (אלפי ש"ח):

ריכוז ממצאים	
159,672	סכום בר השבה
174,662	ערך בספרים
(14,990)	הפחתה נדרשת