



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

**בחינת הצורך בירידת ערך מוניטין**

**חברת חשבים ה.פ.ס מידע עסקי בע"מ**

**ליום 31 בדצמבר, 2018**

**קו מנחה שירותי מידע ותקשורת בע"מ**



Pulverniss Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

27 מרץ, 2019

מר עמוס כהן, סמנכ"ל כספים  
קו מנחה שירותי מידע ותקשורת בע"מ

מר כהן הנכבד,

חברת פולברניס ברקת בן יהודה בע"מ, לשעבר: דה-קלו בן-יהודה ושות' בע"מ (להלן - "מעריך השווי") נתבקשה על ידי חברת קו מנחה שירותי מידע ותקשורת בע"מ (להלן - "החברה") לבחון את הצורך בהכרה מהפסד ירידת ערך המוניטין שנוצר ברכישת חשבים ה.פ.ס מידע עסקי בע"מ (להלן - "חשבים") ליום 31 בדצמבר, 2018 (להלן - "מועד הערכת השווי").

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

מטרת חוות הדעת, המובאת להלן, הינה לבחון האם נדרש להכיר בהפסד מירידת ערך המוניטין שהוכר ברכישת חשבים, דהיינו, האם סכום בר ההשבה של היחידה מניבת המזומנים חשבים קטן מערכה בספרים.

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

חוות דעתנו התבססה על עיון בנתונים פיננסיים היסטוריים, עריכת בירורים עם האחראים לעניינים הכספיים והחשבונאיים ועל תחזיות שהתקבלו מהנהלת החברה באמצעות דיונים, אשר ערכנו עם עובדים בכירים ונושאי משרה אחרים בחברה ובחשבים 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 למועד הערכת השווי, עשויות להיבדל מהתוצאות הפיננסיות בפועל או/ו מתחזיות שתעשינה במועד מאוחר יותר. על כן לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הביטחון המיוחסת לנתוני דוחות



**Pulvernis Bareket Ben-Yehuda**  
**פולברניס ברקת בן-יהודה**

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

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

בחנית הצורך בירידת ערך המוניטין שלהלן מתייחסת למכלול הפרמטרים הכלכליים הקשורים בקביעת סכום בר ההשבה של היחידה מניבת המזומנים חשבים בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהיא, לרבות המלצת השקעה במכשיר פיננסי כלשהוא.

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

הרינו להצהיר, כי אין לנו כל עניין אישי במניות החברה, בעלי מניותיה או צדדים קשורים לה, 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 המוניטין שהוכר ברכישת חשבים. במידה שדרושות לכם הבהרות בנוגע לכל אחד מהנושאים הכלולים בחוות דעתנו, או כל מידע נוסף, נשמח להרחיבה במידה שתידרש לכם.

**ריכוז ממצאים (אלפי ש"ח):**

ריכוז ממצאים	
סכום בר השבה - חשבים	66,801
ערך בספרים	25,827
הפחתה נדרשת	-



Pulvernīs Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

### מידע אודות המומחים

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

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

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

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

### רו"ח שי פולברניס - שותף מנהל

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

בכבוד רב,

שי פולברניס, רואה חשבון



---



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

## תוכן עניינים

7	רקע	.1
7	כללי	.1.1
7	תחומי פעילויות	.1.2
8	שיווק המוצרים והשירותים	.1.3
9	תחרות	.1.4
9	עונתיות	.1.5
10	מתודולוגיה	.2
13	תמצית הערכת שווי השימוש	.3
13	שווי השימוש של היחידה מניבת המזומנים בשיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים	.3.1
19	מבחני רגישות	.3.2
20	הרכב יחידה מניבת מזומנים	.3.3
20	ריכוז ממצאים	.4



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

## 1. רקע

### 1.1 כללי

חשבים ה.פ.ס. מידע עסקי בע"מ עוסקת במתן שירותי מידע עסקי ומקצועי ופתרונות תוכנה ובכלל זה מתן שירותי מידע בתחומי השכר, דיני העבודה, פנסיה, מסים, מידע משפטי והדרכות מקצועיות לקהלים עסקיים ומקצועיים ולקהלים פרטיים.

חשבים הינה חברה פרטית אשר התאגדה ביום 6 בפברואר 1996 ונרכשה ע"י החברה ביום 29 במרץ, 2011. החל ממועד זה החברה מחזיקה ב-100% מהון המניות המונפק של חשבים.

נכון למועד הערכת השווי מספקת החברה את מכלול השירותים, כפי שפורטו לעיל, באמצעות חשבים. במהלך שנת 2017 הושלם הליך מיזוג בין חשבים לבין חברת בת נוספת של החברה - מחשבות ספרות והדרכה בע"מ (להלן - "מחשבות") במסגרתו מוזגה מחשבות, על כלל פעילותה, לתוך חשבים. החל ממועד השלמת המיזוג כאמור, מספקת חשבים את המוצרים והשירותים אשר סופקו בעבר על ידי מחשבות, תחת המותג "מחשבות".

### 1.2 תחומי פעילויות

#### תחום המיסוי:

מאגרי מידע ממוחשבים בתחום המיסוי הכוללים: חקיקה ופסיקה, חוזרים והוראות מקצועיות, מאמרים סקירות וניתוחים, טבלאות מידע רב שנתיות ואמנות למניעת כפל מס. המאגרים כוללים מנוע אחזור מידע מתקדם. בנוסף למאגרים, מספקת חשבים גם ירחון מקצועי להעשרת הידע ומבזק שבועי המעדכן את הלקוחות בשינויים שחלו או צפויים לחול בתחום המיסוי.

#### תחום העבודה והשכר:

בתחום זה מפעילה חשבים מרכז מידע בתחום דיני העבודה והשכר, הכולל מענה של מומחים תחום דיני העבודה לשאלות של לקוחות. חשבים מעמידה לרשות המנויים מאגרי מידע המכילים: חקיקה, פסיקה, חוזרים והוראות מקצועיות, דוגמאות חוזים וטבלאות מידע וטפסים רלוונטיים. לצד המאגרים מפרסמת חשבים מגזין חודשי להעשרת הידע.

#### תחום הפיננסיים:

בתחום זה מספקת חשבים תוכנות, חישובים ומידע פיננסי ועסקי בתחומי המיסוי, השכר ודיני עבודה. התוכנות מכילות עשרות רבות של סימולציות חישוביות וטבלאות מידע רבות המתעדכנות ברמה יומית דרך אתר האינטרנט של חשבים.



**Pulvernis Bareket Ben-Yehuda**  
**פולברניס ברקת בן-יהודה**

**תחום הפנסיה והגמל:**

חשבים מפעילה מרכז מידע בתחום הפנסיה והגמל, הכולל מאגר מידע המעדכן את הלקוחות בשינויים וברפורמות שחלים מעת לעת בעולם הפנסיה, כולל היבטי מיסוי בתחום. אחת לשבוע מקבלים המנויים מבזק המעדכן אותם בשינויים שחלו או צפויים לקרות.

**תחום המידע המשפטי:**

חשבים מפעילה שני אתרי אינטרנט במסגרת פעילות המידע המשפטי וכן תוכנה המספקת פתרונות לניהול משרדי עורכי דין:

(1) אתר אינטרנט בשם דינים ועוד - אתר אינטרנט המעדכן באופן שוטף ויומיומי את ציבור עורכי הדין והשופטים בחידושי הפסיקה והחקיקה, וכולל מאגרים מקוונים של פסיקה, חקיקה, כתבי טענות וטפסים. מדי יום יוצא מבזק חדשות המעדכן את הלקוחות בפסיקה חדשה, תקצירים של פסקי דין חשובים ועדכונים לגבי שינויים שנעשו בחקיקה.

(2) המאגר המשפטי האלקטרוני תקדין - אתר המספק לקהל עורכי הדין ובעלי מקצועות הקרובים לעולם המשפט פסיקה מכל ערכאות השפיטה: עליון, מחוזי, שלום, משפחה, צבאי, משקם, ובתי הדין לעבודה (ארציים ואזוריים), מספק מידע בנושא חקיקה, הצעות חוק, מאמרים ותקצירי פס"ד, וזאת באמצעות ממשק חיפוש ידידותי למשתמש.

(3) קומיט - תוכנה המספקת פתרונות לניהול משרדי עורכי דין. התוכנה כוללת מגוון פתרונות לניהול מסמכים, ניהול תיקים, ניהול חיובים, פגישות, הנהלת חשבונות והוצאה לפועל. התוכנה פועלת בסביבת חלונות ומשתלבת בסביבת Microsoft office ומאפשרת ניהול ותיוק מלא של המסמכים בארגון כולל מסמכים סרוקים, פקסים, דוא"ל, תמונות, וידאו ועוד. התוכנה מקושרת למגוון רחב של יישומים ומספקת פתרון כולל לניהול המשרד.

**חשבים ה.פ.ס הדרכה:**

לצד המוצרים והשירותים השונים מפעילה חשבים מערך של הדרכות להעשרת הידע המקצועי של הלקוחות בתחומי התמחותה.

**מחשבות:**

מחשבות עוסקת בתחום ההדרכה וההוצאה לאור, במכירת ספרות לסטודנטים ולמתמחים ובאוגדנים לעורכי הדין. נציין כי עד לתחילת שנת 2018 עסקה גם בהכנה לבחינות לשכת עורכי הדין, אולם פעילות זו נסגרה עקב הקמת פעילות מתחרה של לשכת עורכי הדין.

**1.3. שיווק המוצרים והשירותים**

מערך השיווק וההפצה נעשה באופן עצמאי על ידי חשבים. המוצרים משווקים באמצעות נציגי מכירות פנימיים - טלמרקטינג. נציגי המכירות של חשבים מאתרים לקוחות פוטנציאליים להגדלת מכירות של סל מוצרי חשבים ופועלים להגדלת מכירות ללקוחות, לרבות, על ידי מתן הטבות ותמריצים מעת לעת, כמו גם לשימור הקשר עם הלקוחות הקיימים. מוצרי ושירותי





**Pulvernis Bareket Ben-Yehuda**  
**פולברניס ברקת בן-יהודה**

חשבים נמכרים למנויים על בסיס של מנוי לתקופות שונות (חודשי/ שנתי/ רב שנתי) או ללקוחות מזדמנים במדיות שונות לרבות אתרי אינטרנט, מדיות מגנטיות, דיוריס ממוחשבים, מדיה מודפסת, ירחונים ומגזינים, סלולאר והפעלת מוקדי ידע למעסיקים ועובדים.

**1.4 תחרות**

חשבים פועלת בסביבה תחרותית ומתחרה בגורמים שונים בארץ העוסקים בתחום המיסוי, השכר והמשפט, כגון אתרי אינטרנט של גופים ממשלתיים (מערכת בתי המשפט, רשות המיסים, ביטוח לאומי וכדומה). עם זאת, התחרות איתה מתמודדת חשבים הינה בעיקר מול גופים עסקיים בתחום, כגון: "דטה פקס", "הוצאת רונן", "חשב", "לירס", "ט.מ.ל", "רו"ח רמי אריה", "הוצאת נבו", "Law data", "פדאור", "פסק דין", "סקירה משפטית", "זולו", "המכון למסים", "עו"דכנית בע"מ, משיג פיתוח תוכנה (2000) בע"מ, "עדי" - פיתוח תוכנה ומערכות מידע בע"מ, מסדית תוכנות בע"מ, יודפת - תוכנה ועיבוד נתונים בע"מ, הוצאת עורך דין משה טרם בע"מ ולשכת עורכי הדין בישראל.

להערכת החברה, התחרות באה לידי ביטוי בעיקר במחירי השירותים המסופקים ללקוחות, תקופת ההתקשרות וטיב השירות הניתן. להערכת החברה, כתוצאה מהתחרות הגדולה בתחום, החברות המתחרות נוקטות בשיווק אגרסיבי והוזלת מחירים.

**1.5 עונתיות**

תחומי הפעילות בהם פועלת חשבים מאופיינים בעלייה בהיקף המכירות במהלך הרבעון הרביעי (בדרך כלל בין כ- 50% - 55% מעל הממוצע בשלושת הרבעונים הראשונים של השנה). אולם, לגידול העונתי במכירות, אין השפעה מהותית על התפלגות ההכנסות, וזאת לאור מדיניות ההכרה בהכנסה על פני כל תקופת המנוי.



## 2. מתודולוגיה

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

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

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

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

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

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

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

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



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

**בסיס לאומדן ומדידת תזרימי המזומנים:**

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

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

✓ אומדנים של תזרימי המזומנים העתידיים לא יכללו:

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

לשם היוון תזרים המזומנים העתידיים למועד בחינת הצורך 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 הנבחנת, 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 הפיננסים של החברה.

T - שיעור המס הסטטוטורי לטווח ארוך שחל על החברה.



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

שיעור התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן :

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

Rf - הינו שיעור הריבית חסרת הסיכון.

$\beta$  - 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.

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

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



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

### 3. תמצית הערכת שווי השימוש

3.1. שווי השימוש של היחידה מניבת המזומנים חשבים בשיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים

הטבלה שלהלן מציגה את שווי השימוש של היחידה מניבת המזומנים חשבים בשיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים ליום 31 בדצמבר, 2018 (אלפי ש"ח):

T.V	2020	2019	בפועל 2018	
2.0%	-1.2%			צמיחת הכנסות
33,907	33,242	33,659		הכנסות
(13,711)	(13,442)	(14,738)		עלות המכירות והשירותים
<b>20,196</b>	<b>19,800</b>	<b>18,921</b>		רווח גולמי
59.6%	59.6%	56.2%		שיעור רווח גולמי
(6,099)	(6,039)	(5,510)		הוצאות מכירה ושיווק
(4,996)	(4,898)	(5,728)		הוצאות הנהלה וכלליות
<b>9,101</b>	<b>8,863</b>	<b>7,683</b>		רווח תפעולי
26.8%	26.7%	22.8%		שיעור רווח תפעולי
178	(112)			שינויים בהון חוזר
400	460			התאמות בגין פחת והפחתות
(400)	(400)			השקעות לשימור רכוש קבוע
9,465	9,280	8,811		תזרים מזומנים תפעולי
<b>51,277</b>	<b>7,365</b>	<b>8,158</b>		תזרים תפעולי מהוון
		<b>66,801</b>		סה"כ סכום בר השבה, חשבים ליום 31 בדצמבר,



## הנחות עבודה עיקריות

### הכנסות

כאמור, חשבים עוסקת במתן שירותי מידע עסקי ומקצועי ופתרונות תוכנה ובכלל זה מתן שירותי מידע בתחומי השכר, דיני העבודה, פנסיה, מסים, מידע משפטי והדרכות מקצועיות לקהלים עסקיים ומקצועיים ולקהלים פרטיים, כאשר עד שנת 2017 רוב הפעילות בוצעה ע"י חשבים (להלן - "הפעילות האורגנית") ואילו החל משנת 2017 בעקבות מיזוג מחשבות לחשבים מספקת חשבים את המוצרים והשירותים אשר סופקו בעבר על ידי מחשבות, תחת המותג "מחשבות".

הטבלה שלהלן מציגה את הכנסות חשבים בפילוח להכנסות מהפעילות האורגנית ולהכנסות מפעילות מחשבות בשנים 2016-2018 ובתקציב לשנת 2019 (אלפי ש"ח):

תקציב	במועל	במועל	במועל	
2019	2018	2017*	2016	
4.1%	-4.0%			צמיחת הכנסות הפעילות האורגנית
31,353	30,119	31,386	31,376	הכנסות הפעילות האורגנית
-46.6%	-35.7%			צמיחת הכנסות פעילות מחשבות
1,889	3,540	5,503		מחשבות
-1.2%	-8.8%			צמיחת הכנסות כוללת
33,242	33,659	36,889	31,376	סה"כ הכנסות

\*הכנסות מפעילות מחשבות בשנת 2017 (נרכשה במהלך השנה) מוצגות פרופורמה לנתוני שנת 2018.

הכנסות הפעילות האורגנית - מהטבלה שדלעיל עולה כי לאורך השנים 2016-2018 היקף ההכנסות מהפעילות האורגנית נותר יציב בסך של כ- 30,960 אלפי ש"ח בממוצע (בשנת 2018 נרשמה שחיקה קלה בשיעור של כ- 4% בהשוואה לשנת 2017).

על פי תקציב חשבים לשנת 2019, הכנסות הפעילות האורגנית תסתכמה בסך של כ- 31,353 אלפי ש"ח בדומה להיקפן בשנים 2016-2017, אשר לדעת הנהלת החברה משקף היקף הכנסות מייצג לטווח ארוך. לפיכך, החל משנת 2020 הנחנו שהכנסות הפעילות האורגנית תיצמחנה בשיעור פרמננטי של 2% בשנה.

הכנסות מחשבות - מהטבלה שדלעיל עולה כי בשנת 2018 נרשמה ירידה חדה בהיקף ההכנסות מפעילות מחשבות בשיעור של כ- 35.7% בהשוואה לשנת 2017. הנהלת החברה מסרה כי הירידה בהכנסות חלה בעקבות השקת מועדון סטודנטים מתחרה של לשכת עורכי הדין של ישראל, בסוף שנת 2016, שהחל לצבור תאוצה ופגע באופן ניכר במכירות מוצרי מחשבות בשנת 2017 (בשל האופן בו מכירה חשבים בהכנסה, באה לידי ביטוי הפגיעה בהכנסות מפעילות מחשבות בעיקר בשנת 2018).



**Pulvernis Bareket Ben-Yehuda**  
**פולברניס ברקת בן-יהודה**

בעקבות הירידה בהכנסות, כאמור, החליטה חשבים על תוכנית התייעלות, במסגרתה נסגרה לחלוטין פעילות מועדוני הסטודנטים בשנת 2018 (לצד צמצום הוצאות הנהלה וכלליות ומנגד הגדלת תקציב השיווק כפי שיפורט בהמשך).

הנהלת החברה מעריכה כי לאחר סגירת פעילות מועדוני הסטודנטים, תתייצב פעילות מחשבות בשנת 2019 בסך של כ- 1,889 אלפי ש"ח. החל משנת 2020 הנחנו שהכנסות פעילות מחשבות תיצמחנה בשיעור פרמננטי של 2% בשנה.

**עלות מכר ורווח גולמי**

הטבלה שלהלן מציגה את עלות המכר בשנים 2017-2018 ובתקציב לשנת 2019 (אלפי ש"ח):

תקציב 2019	בפועל 2018	בפועל 2017	
-1.2%	-8.8%		צמיחת הכנסות
33,242	33,659	36,889	הכנסות חשבים
(13,442)	(14,738)	(14,657)	עלות המכר
<b>19,800</b>	<b>18,921</b>	<b>22,232</b>	<b>רווח גולמי</b>
59.6%	56.2%	60.3%	שיעור רווח גולמי

עלות המכר מורכבת מעלויות שכר ונלוות, דפוס, תקשורת, כנסים וכיו"ב. מהטבלה עולה כי בשנת 2018 הסתכמה עלות המכר בהיקף דומה להיקפה בשנת 2017, וזאת במקביל לירידה בהיקף ההכנסות בשנה זו בהשוואה לשנת 2017 בשיעור של כ- 8.8%. כפי שהוסבר לעיל, חלק ניכר מהירידה בהיקף ההכנסות מקורו בפעילות מחשבות, אשר עלות ההכנסות בגינה אינה גמישה במלואה לשינוי בהכנסות.

על פי תקציב חשבים לשנת 2019, לאחר שתבוצענה ההתאמות הנדרשות לצמצום פעילות מחשבות (בעיקר צמצום עלויות שכר ונלוות) צפוי הרווח הגולמי להתייצב בשיעור של כ- 59.6% (שווה בקירוב לשיעורו בשנת 2017).

החל משנת 2020 ואילך הנחנו כי שיעור הרווח הגולמי יישאר יציב בהתאם לשיעורו החזוי בשנת 2019 (שיעור של כ- 59.6%).



**Pulvernis Bareket Ben-Yehuda**  
**פולברניס ברקת בן-יהודה**

**הוצאות תפעול**

הטבלה שלהלן מציגה הוצאות השיווק ומכירה והוצאות הנהלה וכלליות בשנים 2017-2018 ובתקציב לשנת 2019 (אלפי ש"ח):

תקציב 2019	בפועל 2018	בפועל 2017	
-1.2%	-8.8%		צמיחת הכנסות
33,242	33,659	36,889	הכנסות חשבים
(6,039)	(5,509)	(5,827)	הוצאות שיווק ומכירה
18.2%	16.4%	15.8%	שיעור הוצאות שיווק ומכירה
(4,898)	(5,728)	(7,265)	הוצ' הנהלה וכלליות
14.7%	17.0%	19.7%	שיעור הוצאות הנהלה וכלליות

**הוצאות שיווק ומכירה**

מהטבלה עולה כי היקף הוצאות השיווק בשנים 2017-2018 נותר יציב בסך של כ- 5,668 אלפי ש"ח בממוצע. עם זאת, שיעורן מסך ההכנסות עלה מעט בשל העובדה כי אינן גמישות במלואן לשינוי בהיקף ההכנסות.

כאמור לעיל, הנהלת חשבים החליטה להגדיל בשנת 2019 את תקציב השיווק, כך שהוצאות המכירה והשיווק צפויות להסתכם בסך של כ- 6,039 אלפי ש"ח (ושיעורן צפוי לעלות לכ- 18.2% מסך ההכנסות).

החל משנת 2020 והלאה הנחנו כי שיעור הוצאות המכירה והשיווק יישאר שווה בקירוב לשיעורו בתקציב לשנת 2019, כ- 18%.

**הוצאות הנהלה וכלליות**

מהטבלה עולה כי הוצאות הנהלה צומצמו לסך של כ- 5,728 בשנת 2018 בהשוואה לסך של כ- 7,265 אלפי ש"ח בשנת 2017. הנהלת החברה מסרה כי הירידה בהיקף הוצאות הנהלה פועל יוצא של תכנית ההתייעלות שהחלה ליישם חשבים במקביל לירידה בהיקף הפעילות של מחשבות, אשר באה לידי ביטוי בעיקר בצמצום עלויות כח אדם ואחזקת משרד. בנוסף, בשנת 2017 כללו הוצאות הנהלה וכלליות, הוצאות בגין הפרשה לחובות מסופקים בסכום חריג וחד פעמי של כ- 700 אלפי ש"ח.

בשנת 2019 צפוי צמצום נוסף בהיקף ההוצאות לאור העובדה שהשפעת תכנית ההתייעלות תחול על פני שנה מלאה.

החל משנת 2020 נאמדו הוצאות הנהלה וכלליות בהתאם לשיעורן החזוי בשנת 2019, כ- 14.7%.

**התאמות**

**פחת והשקעות ברכוש קבוע**

בהתאם להנחיות IAS 36, כפי שפורטו במתודולוגיה, תזרימי המזומנים העתידיים נאמדים עבור היחידה מניבת המזומנים במצבה הנוכחי, ולכן שווי השימוש כולל אך ורק תזרימי מזומנים





**Pulvernis Bareket Ben-Yehuda**  
**פולברניס ברקת בן-יהודה**

שליליים הדרושים על מנת לשמר את היחידה במצבה הנוכחי. בחשבים, הנחנו שאומדן סביר עבור ההשקעות העתידיות ברכוש קבוע שנועדו לשמר את פעילות היחידה, הינו הפחת החשבונאי (בגין רכוש קבוע).

**השקעות בהון חוזר**

לקוחות - יתרות הלקוחות לאורך שנות התחזית חושבו בהתאם למדיניות אשראי הלקוחות של חשבים כפי שמשקפת מתוצאות שנת 2018 ובהתאם להנחות הנהלת החברה כי לא צפוי שינוי במדיניות אשראי הלקוחות. ימי אשראי הלקוחות נאמדו בכ - 82 ימים בשנה.  
הכנסות מראש - יתרות הכנסות מראש לאורך שנות התחזית חושבו בשיעור של כ- 49% מסך ההכנסות, כפי שמשקף מתוצאות שנת 2018.

**מיסים על הכנסה**

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

**שיעור צמיחה פרמננטי**

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



## מחיר ההון

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

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

כאשר:

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

שיעור התשואה על ההון העצמי נקבע כדלקמן:

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

**Rf** - הריבית הנומינלית חסרת סיכון נאמדה בשיעור של כ- 2.48% בהתבסס על התשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות מסוג שחר לטווח הארוך.

**β** - הסיכון הסיסטמטי של חברה מחושב כיחס בין תשואת מניית החברה לתשואת השוק. כאשר החברה אינה נסחרת, יחושב הסיכון הסיסטמטי שלה כממוצע משוקלל של הסיכונים הסיסטמטיים של חברות דומות הנסחרות בענף. ה-  $\beta$  של חשבים נאמדה בהתבסס על ממוצע  $\beta$  של שלוש חברות בעלות מאפייני סיכון דומים לחשבים.

להלן הביטא הממונפת והלא ממונפת של מדגם החברות:

חברה	$\beta$	D/V	D/E	$\beta_u$
חילן טק בע"מ	0.79	8%	9%	0.74
FactSet Research Systems Inc. (FDS)	1.05	7%	8%	1.00
Dun & Bradstreet Corp. (DNB)	0.63	20%	25%	0.53
Broadridge Financial Solutions, Inc. (BR)	0.86	9%	9%	0.80
<b>ממוצע</b>	<b>0.83</b>	<b>11.0%</b>	<b>12.8%</b>	<b>0.77</b>

**$\beta_l$**  - ה-  $\beta$  הממונפת משקפת את תשואת המניה ביחס לתשואת השוק (תשואת השוק עבור חברות המדגם בארץ וחברות המדגם הזרות הינה תשואת מדד ת"א 125 ומדד S&P 500, בהתאמה), ומבטאת את הסיכון הסיסטמטי של חשבים.

**$\beta_u$**  - ה-  $\beta$  הלא ממונפת משקפת את תשואת המניה ביחס לתשואת השוק ומחושבת באופן דומה לביתא הממונפת בנטרול השפעת ההון הזר על תשואת המניה ביחס לתשואת השוק, כאמור לעיל. להלן המשוואה באמצעותה נטרלנו את השפעת ההון הזר:

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

נכון למועד הערכת השווי חשבים אינה ממונפת באמצעות הון זר וכן הענף אליו משתייכת אינו מתאפיין (יחסית) במימון באמצעות הון זר. לאור האמור לעיל, ולאור העובדה כי הנהלת החברה



**Pulvernis Bareket Ben-Yehuda**  
**פולברניס ברקת בן-יהודה**

אינה צופה כי חשבים תיטול מימון זר בעתיד הנראה לעין, נאמד מחיר ההון באמצעות  $\beta$  הלא ממונפת. ה-  $\beta$  ששימשה אותנו בחישובנו הינה **0.77**.

**Rm-Rf** - פרמיית הסיכון הממוצעת נאמדה בכ - **6.94%** וזאת בהתאם לפרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הישראלי, כפי שפורסם באתר Damodaran Online.

**P** - שיעור תשואה נוסף, המשקף סיכון ספציפי, לרבות, פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר גודל. פרמיית הסיכון שנלקחה בעבודתנו הינה **5.37%** וזאת בהסתמך על מחקריו של Duff & Phelps, LLC. ובהסתמך על ניסיונונו כמעריכי שווי.

בהתאם לפרמטרים אלו, מחיר ההון הינו **13.18%** כמפורט בטבלה הבאה:

פרמטר	שיעור שלקח בחוות הדעת	פירוט / הסבר
$\beta$	0.77	חברות מדגם
Rf	2.48%	תשואה לפדיון של אגרות חוב ממשלתיות מסוג שחר לטווח הארוך
(Rm-Rf)	6.94%	פרמיית הסיכון המאפיינת את השוק הישראלי
P	5.37%	בהסתמך על ניסיונונו כמעריכי שווי ועל מחקרם של Duff & Phelps, LLC.
<b>Ke</b>	<b>13.18%</b>	

בהתאם לתקן יש לאמוד את שווי השימוש באמצעות תזרימי מזומנים מהוונים לפני מס, ע"י שימוש במחיר הון מתאים. בחוות דעתנו נאמד מחיר ההון לפני מס באמצעות איטרציה בין שווי השימוש (כפי שחושב לאחר מס) לבין תזרים המזומנים ללא השפעת המס (IRR). מחיר ההון המתוקנן לאחר ההתאמה הינו מחיר הון המתוקנן לאחר ההתאמה הינו - **16.65%**.

### 3.2 מבחני רגישות

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

שיעור צמיחה פרמננטי						מחיר ההון
1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%		
71,725	74,133	76,732	79,545	82,599	14.65%	
67,099	69,175	71,403	73,801	76,388	15.65%	
63,063	64,870	<b>66,801</b>	68,868	71,086	16.65%	
59,511	61,098	62,785	64,585	66,507	17.65%	
56,361	57,764	59,251	60,831	62,511	18.65%	



Pulvernis Bareket Ben-Yehuda  
פולברניס ברקת בן-יהודה

### 3.3. הרכב יחידה מניבת מזומנים

להלן טבלה המפרטת את מרכיבי יחידה מניבת מזומנים, חשבים, כפי שמוצגים בספרי החברה (אלפי ש"ח):

הרכב יחידה מניבת מזומנים	
7,603	לקוחות
290	חייבים
1,135	רכוש קבוע, נטו
27,624	נכסים בלתי מוחשיים, נטו (בספרי חשבים)
(2,031)	ספקים
(3,028)	זכאים אחרים
(621)	הוצאות לשלם
(13,147)	הכנסות מראש ז"ק
(3,474)	הכנסות מראש ז"א
(3,254)	מס נדחה
872	בסיס לקוחות (בספרי החברה)
11,401	מוניטין (בספרי החברה)
2,457	מותג
<b>25,827</b>	<b>סה"כ</b>

### 4. ריכוז ממצאים

להלן סכום בר השבה של חשבים בהשוואה לערכה בספרי החברה (אלפי ש"ח):

ריכוז ממצאים	
66,801	סכום בר השבה - חשבים
25,827	ערך בספרים
-	הפחתה נדרשת