מוטי אדרי
יעוץ כלכלי ועסקי

ולוריקס בע"מ

הקצאת עלות רכישת חברת אירו-סול פתרונות תעופתיים בע"מ

אוגוסט 2026

לכבוד

דני בק, סמנכ"ל כספים

ולוריקס בע"מ ("ולוריקס" או "אתם")

רח׳ תדהר, רעננה

הנדון: הקצאת עלות רכישת חברת אירו-סול פתרונות תעופתיים בע״מ

נתבקשתי על ידי ולוריקס בע"מ ("ולוריקס" או "אתם" או "הרוכשת" או "הלקוח") להקצות את עלות רכישת אירו-סול פתרונות תעופתיים בע״מ ("אירוסול" או "החברה" או "הנרכשת") ליום ה-17 במאי, 2026 ("מועד הרכישה" או "מועד ההערכה"). במסגרת הקצאת עלות הרכישה בוצעו הערכות שווי וניתן אומדן לנכסים בלתי מוחשיים שזוהו במסגרת העסקה. מטרת הערכת השווי הינה לצרכי מס ו/או דיווח כספי בהתאם לתקן IFRS3R.

תוצאות הקצאת עלות הרכישה של עבודה זו אינן סופיות, כיוון שתלויה בבדיקות נוספות שיתבצעו במסגרת הביקורת על הדוח השנתי. כתוצאה, ייתכנו שינויים של תוצאות הקצאת עלות הרכישה ותוצאות סופיות הללו יתפרסמו בדוח השנתי של שנת 2026.

לעניין מתודולוגיית ההערכה ראה נספח ב להלן.

לצורך הכנת חוות הדעת התבססתי על מקורות המידע הבאים:

- ❑ דוח כספיים בלתי מבוקרים של החברה ליום ה- 30 באפריל, 2026;
- ❑ דוח בדיקת נאותות על אירוסול;
- ❑ דוחות כספיים לא מבוקרים של החברה לשנת 2025 ודוחות כספיים מבוקרים לשנים 2022-2024;
- ❑ מידע ניהולי של פעילות החברה ופגישות עם ההנהלה;
- ❑ הסכמים מחייבים והחלטות דירקטוריון לעניין העסקה;
- ❑ מידע ענפי, נתוני מסחר בניירות ערך ומידע מאקרו כלכלי.

מקורות המידע הינם המידע שהיה נכון למועד ההערכה.

ככל הערכה כלכלית, הערכת שווי זו אמורה לשקף באופן סביר והוגן מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ולתחזיות שנאמדו על בסיס מידע זה. תיאור הפעילות העסקית, ההנחות אשר הונחו והאומדנים אשר בוצעו אינו מתיימר להיות מלא ומתייחס לעיקריים שבהם בלבד. חלק מהמסקנות בחוות דעת דלהלן מבוססות על הנחות ותחזיות תיאורטיות אשר עשויות שלא לשקף את ההתרחשויות העתידיות. מוטי אדרי, רו"ח ("מבצע ההערכה") אינו אחראי לדיוק ולהתממשות בעתיד של אותן הנחות ותחזיות תיאורטיות שכן אין ודאות כי אכן תתרחשנה. לעניין הגבלת אחריות ראה גם נספח א לחוות דעת זו.

כל הנתונים לרבות תחזיות עסקיות ומחירי הון, מוצגים בחוות דעת זו בערכים נומינליים אלא אם צוין אחרת. הפרשים בסיכומים בדוח להלן, ככל שקיימים, נובעים מעיגול הנתונים לצרכי הצגה בלבד בהתאם לכללי עיגול מקובלים.

אין לי עניין אישי בחברה או בבעלי העניין בה ולא מתקיימת תלות ביני לבין החברה, הפעילויות ובעלי העניין בהן. שכר הטרחה המשולם בגין הכנת חוות דעת זו אינו מותנה בתוצאות חוות הדעת.

במסגרת התקשרותנו להכנת חוות דעת זו הוגבלה תקרת אחריותי, בגין נזקים מכל סוג ומין שהם למעט נזקים שנגרמו ברשלנות או בזדון או במתכוון לסכום שכר הטרחה המשולם בגין ההתקשרות כשהוא מוכפל בשלוש. ההתחייבות לשיפוי תחול רק בגין סכום כספי, דמי נזק, הפסד, תשלום או הוצאה העולים במצטבר על סכום שכר הטרחה המשולם בגין ההתקשרות כשהוא מוכפל בשלוש.

חוות דעת זו הוזמנה ביום 20 במאי 2026 על-ידי מר דני בק, סמנכ"ל כספים של ולוריקס. הערכת השווי בוצעה על-ידי מוטי אדרי, רו"ח. לפרטי השכלתו וניסיונו של רו"ח מוטי אדרי ראה נספח ו לחוות דעת זו.

בכבוד רב,

מוטי אדרי, רו"ח

תאריך: 20 באוגוסט, 2026

מוטי אדרי, רו"ח Moti Edry, CPA
טל' Tel 050-8271197
motiedry@gmail.com

תוכן עניינים

פרק	שם הפרק	עמוד
1	תמצית מנהלים	4
2	רקע	6
3	תיאור הסביבה העסקית	12
4	תיאור הנכסים הבלתי מוחשיים	17
5	הערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים	22
6	סיכום הקצאת עלות הרכישה	27
נספח		
א	הגבלת אחריות	29
ב	מתודולוגיות הערכה	31
ג	הטבות מס בגין פחת	36
ד	שיעור היוון	38
ה	ניסיון מעריך השווי	40

פרק 1

תמצית מנהלים

תמצית מנהלים

הקצאת עלות הרכישה

- הטבלה הבאה מציגה את השווי ההוגן של הנכסים הלא מוחשיים של אירוסול, למועד ההערכה, שזוהו והוערכו וערך המוניטין הנגזר ממחיר הרכישה בהינתן השווים האמורים:

אלפי ש"ח	שווי בספרים	שווי הוגן	אורך חיים
נכסים, נטו			
הון חוזר, נטו	4,056	4,056	
רכוש קבוע , נטו	1,033	1,033	
נכסים פיננסיים , נטו	3,663	3,663	
התחייבות דיבידנד לבעלי מניות	(3,489)	(3,489)	
נכסים, נטו, לא כולל הכרה במס רכוש	**5,263**	**5,263**	
מס רכוש לקבל	3,000	3,000	
נכסים, נטו	**8,263**	**8,263**	
נכסים בלתי מוחשיים			
קשרי לקוחות		1,174	7
ידע		4,911	9
התחייבות מס		(974)	
מוניטין		21,112	
סה"כ		**34,487**	


פרק 2
רקע

תאור החברות

ולוריקס בע"מ

- ולוריקס הוקמה ביום 14 בספטמבר 2014, כחברה פרטית מוגבלת במניות המאוגדת במדינת ישראל, תחת השם "אקווריוס מנועים (א.מ) בע"מ". ביום 5 בפברואר 2025, לאור החלטת הדירקטוריון לשינוי פעילות ולוריקס לתחום ה- HLS, שונה שם החברה ל"ולוריקס בע"מ". ביום 30 בנובמבר 2020 השלימה ולוריקס הנפקה ראשונה של מניותיה לציבור והצעת מכר לציבור על פי התשקיף, ומניותיה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ.
- ביום 22 בדצמבר 2025 החליט דירקטוריון ולוריקס לאמץ אסטרטגיה עסקית חדשה ולפעול לשינוי פעילות ולוריקס, באופן בו תמקד ולוריקס את פעילותה בתחום ההגנה והביטחון, ובפרט במתן פתרונות להגנה על גבולות וביטחון פנים HLS – Homeland Security עבור לקוחות בסקטור הצבאי והאזרחי. זאת, במטרה לייצר פעילות עסקית משמעותית, צומחת ורווחית.
- לצורך גיבוש והוצאה לפועל של האסטרטגיה החדשה, ביצעה ולוריקס שינוי ארגוני משמעותי הכולל רענון של שדרת ההנהלה והדירקטוריון. במסגרת זו גויסו ומונו בעלי התפקידים הבאים:
  - רועי ברגיל (מנכ"ל): בעל ניסיון של למעלה משני עשורים בתפקידי ניהול בכירים בתעשיות הביטחוניות, לרבות במסגרת התעשייה האווירית לישראל.
  - אלוף (במיל') רוני נומה (יו"ר הדירקטוריון): שימש בתפקידו האחרון בצה"ל כמפקד פיקוד מרכז.
  - תא"ל (במיל') צביקה חיימוביץ' (דירקטור): לשעבר מפקד מערך ההגנה האווירית.
- בנוגע לתחום המערכות לייצור חשמל, ולוריקס פועלת למקסם את התשואה לבעלי מניותיה באמצעות בחינת שיתופי פעולה אסטרטגיים להוצאת הפעילות לצד ג'. זאת במטרה שהצד השלישי יממן וישלים את המעבר לייצור סדרתי, תוך התחייבותו לביצוע השקעות הון עד למסחור המוצרים, כנגד תשלום תמלוגים ל ולוריקס במקרה של מסחור ו/או מכירת הפעילות.
- ולוריקס עוסקת בשני תחומי פעילות:
  - פיתוח, שיווק ואספקת פתרונות להגנה על גבולות וביטחון פנים HLS: בכוונת ולוריקס להיות חברה מובילה בתחום ה-HLS ולספק פתרונות להגנה על גבולות וביטחון פנים עבור לקוחות בסקטור הצבאי והאזרחי. האסטרטגיה נשענת על שימוש במערכות בלתי מאוישות ושילוב יכולות Human Factor, תוך יישום אסטרטגיית מיזוגים ורכישות של חברות בעלות יכולות משלימות בתחומים הבאים: תעופה, מכ"מים, רובוטיקה, תקשורת, וכן אמצעי זיהוי, גילוי, תקיפה ונטרול איומים. מטרת ולוריקס היא ליצור סינרגיה תפעולית, טכנולוגית ומסחרית ולספק פתרון הוליסטי מקצה לקצה כאינטגרטור.
  - פיתוח, ייצור והפצה של מערכות לייצור חשמל: פיתוח פתרונות לייצור חשמל מבוזר ולמערכות הנעה חשמליות (או תמיכה בהן) המיועדות לשוק ה- EV ושוק ה-Data Centers. תחת תחום זה פיתחה ולוריקס טכנולוגיה המבוססת על מנועי בעירה פנימית ליניאריים ואחרים. יצוין כי לאור שינויים בדרישות ההספק בשוק הטלקום בעקבות פריסת רשתות G5 הוחלט להוריד לעדיפות נמוכה את המשך פיתוח המנוע הליניארי ולהתמקד בפיתוח מנוע ה- AQ150 כבסיס לגנרטורים לשוק זה.

תאור החברות

אירוסול פתרונות תעופתיים בע"מ

- אירוסול נוסדה בשנת 2007.
- החברה מייצרת את מותג הרחפנים Aero Sentinel, מתמחה בפיתוח רחפנים קלים ושקטים במיוחד עם זמן טיסה ממושך המיועד לשימושים צבאיים ובטחוניים.
- בתחילת הדרך פעילות החברה כללה ייצור של מוצרים מחומרים מרוכבים כגון חלקי מזלטים, קסדות, מחסניות. בשנת 2012 הוקמה חטיבת הרחפנים, פעילות אשר ציפתה החברה שתהווה מנוע הצמיחה שלה. החברה פיתחה ארבעה סוגי רחפנים וכיום נמצאים הרחפנים בשימוש אינטנסיבי ביחידות המיוחדות של הצבא והמשטרה, בארץ ובחו"ל. הייחוד של הרחפנים מתבטא בזמן שהייה ארוך מאוד באוויר ומידת רעש נמוכה. לחברה יכולות הנדסה וייצור פנימיות על מנת להתאים את הפתרון לצרכים של הלקוח.
- החברה מעסיקה היום כ-25 עובדים המפעל ייצור בפתח תקוה. המפעל משתער על פני 2,000 מ"ר.
- עד למועד הרכישה, הוחזקה החברה על ידי להב אינוויז'ן בע"מ (35%) ועל ידי ישראל וסרלאוף (65%).

רווח והפסד אירוסול

- משנת 2022 ועד שנת 2024, חלה עלייה בהכנסות החברה על רקע הרחבת הפעילות וגידול ברשימת הלקוחות והתקשרות עם מפיצים בשווקים חדשים.
- בשנת 2025, חלה ירידה של 24% בהכנסות. לדברי ההנהלה, חלה ירידה חדה וזמנית בהזמנות של רחפנים מחו"ל עקב המלחמה וחרם על מוצרים מישראל. מנגד בשנות המלחמה היה גידול בביקוש של מוצרים מחומרים מרוכבים עקב ביקוש מקומי בעיקר אלביט ומשרד הביטחון. כמו כן בשנות המלחמה חל גידול בהוצאות מחקר ופיתוח עקב ייצור לשוק המקומי ומימוש צרכי המלחמה ברחפנים מתקדמים.
- הרווח הגולמי נשחק בשיא המלחמה ל30.5% ועלה חזרה בשנת 2025 לשיעור של כ-42%.
- שיעור ה-EBITDA ירד מ22% בשנת 2023 לשיעור של כ-17% בשנת 2024 ועלה שוב לשיעור של כ-22% בשנת 2025.

אלפי ש"ח	2022	2023	2024	2025	2026 מגולמת לשנה
הכנסות	17,314	17,868	20,440	15,529	18,724
שיעור צמיחה	*26.1%*	*3.2%*	*14.4%*	*(24.0%)*	*20.6%*
עלות המכר	(10,334)	(11,097)	(14,204)	(9,059)	(15,386)
רווח גולמי	**6,980.0**	**6,771.0**	**6,236.0**	**6,470.0**	**3,338.1**
שיעור רווח גולמי	*40.3%*	*37.9%*	*30.5%*	*41.7%*	*17.8%*
הוצאות מכירה שיווק הנהלה וכלליות	(3,635.0)	(3,695.0)	(3,776.0)	(3,821.0)	(6,735.9)
שיעור מהכנסות	*21.0%*	*20.7%*	*18.5%*	*24.6%*	*36.0%*
רווח תפעולי	**3,345.0**	**3,076.0**	**2,460.0**	**2,649.0**	**(3,397.8)**
הוצאות אחרות	191	(101)	(429)	11	3,346
רווח לפני מס	**3,536.0**	**2,975.0**	**2,031.0**	**2,660.0**	**(52.2)**
הוצאות מס	(623.0)	(442.0)	(429.0)	(646.0)	
שיעור מס אפקטיבי	*17.6%*	*14.9%*	*21.1%*	*24.3%*	
רווח נקי	**2,913.0**	**2,533.0**	**1,602.0**	**2,014.0**	
שיעור רווח נקי	*16.8%*	*14.2%*	*7.8%*	*13.0%*	
EBITDA	**4,079.0**	**3,985.0**	**3,443.0**	**3,479.0**	
שיעור EBITDA	*23.6%*	*22.3%*	*16.8%*	*22.4%*	

מאזן אירוסול

- יתרת נכסים פיננסיים, נטו ירדה מכ-7 מיליון ש"ח בסוף שנת 2023 לכ-4.7 מיליון ש"ח בשנת בסוף שנת 2025 ולכ-3.6 מיליון ש"ח בסוף רבעון ראשון של שנת 2026. הירידה במזומנים מיוחסת בעיקר לחלוקת דיבידנד לבעלי המניות של החברה וקיטון ביתרת ספקים.
- יתרת בעלי מניות מיוחסת לסכום דיבידנד שהוכרז אך לא שולם. ולוריקס התחייבה במסגרת תנאי הרכישה כי סכום זה ישולם לבעלי המניות במוקדם מבין קבלת פיצויים ממס רכוש לבין ה-31 בדצמבר, 2026.
- שיעור יתרת הון חוזר, נטו מהכנסות עלתה משיעור של כ-10% בשנים 2023-2024 לכ-32% בשנת 2025 ולכ-22% ברבעון הראשון של שנת 2026. העלייה בשיעור נובעת מירידה המכירות בשנת 2025 אל מול גידול של 250% ביתרת הון חוזר, נטו (בעיקר גידול של 2 מיליון בלקוחות וקיטון של 1.3 מיליון בספקים).
- לפני מועד הרכישה, נפגע מחסן החברה מטיל איראני ופגע קשות במלאי החברה וחלק מהרכוש הקבוע.
- בעקבות כך, תבעה החברה ממס רכוש פיצויים עבור הנזקים. לפי הנהלת החברה, נתבע סכום של כ-7 מיליון ש"ח. **הנהלת ולוריקס מניחה כי תוחלת הסכום שתקבל החברה ממס רכוש לאחר מועד הרכישה נאמד ב-3 מיליון ש"ח. סכום זה התווסף להקצאת עלות רכישת אירוסול.**

אלפי ש"ח	01/05/2026	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
מזומנים ושווי מזומנים	3,959	5,113	8,039	7,311
לקוחות	2,646	4,154	2,064	3,187
מס נדחה	627	-	-	-
מלאי	2,253	3,592	4,844	2,985
חייבים אחרים	1,152	147	114	110
רכוש קבוע, נטו	1,033	1,497	1,588	2,165
סך נכסים	**11,671**	**14,503**	**16,649**	**15,758**
ספקים	1,287	1,805	3,098	3,144
בעלי מניות	3,489	5,461		
זכאים אחרים	1,336	1,022	1,900	1,316
התחייבות יחסי עובד מעביר, נטו	296	418	418	278
סך התחייבויות	**6,408**	**8,706**	**5,416**	**4,738**
הון עצמי	5,263	5,797	11,233	11,020
סך התחייבויות והון עצמי	**11,671**	**14,503**	**16,649**	**15,758**

אלפי ש"ח	01/05/2026	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
לקוחות	2,646	4,154	2,064	3,187
מלאי	2,253	3,592	4,844	2,985
חייבים אחרים	1,152	147	114	110
ספקים	(1,287)	(1,805)	(3,098)	(3,144)
זכאים אחרים	(1,336)	(1,022)	(1,900)	(1,316)
הון חוזר, נטו	**3,429**	**5,066**	**2,024**	**1,822**
שיעור מהכנסות	*21.7%*	*32.6%*	*9.9%*	*10.2%*

אלפי ש"ח	01/05/2026	31/12/2025	31/12/2024	31/12/2023
מזומנים ושווי מזומנים	3,959	5,113	8,039	7,311
התחייבות יחסי עובד מעביר, נטו	(296)	(418)	(418)	(278)
סך נכסים פיננסיים , נטו	**3,663**	**4,695**	**7,621**	**7,033**

תאור העסקה

תיאור עסקת רכישת שליטה אירוסול

- ביום ה-17 במאי, 2026 (**"מועד העסקה"**) חתמה ולוריקס על עסקה לרכישת שליטה (70% מהון המניות) בחברת אירוסול.
- תמורת הרכישה של 70% מהון המניות תשלם ולוריקס סכום של 26.3 מיליון ש״ח במזומן ובכיסוי עלויות תיווך של בעלי החברה.
- הרוכשת התחייבה להשקיע סכום כולל של 9 מיליון ש״ח בצורה של הלוואת בעלים בחברה.
- בנוסף, בין הרוכשת לבעל מניות המיעוט שנותר בחברה הוסכם על מנגנון אופציות Call/Put, בו לרוכשת יש אופציית Call לחייב את בעל מניות המיעוט למכור במחיר של כ-14 מיליון ש״ח (**״מחיר המימוש״**) את המניות הנותרות ומנגד לבעל מניות המיעוט אופציית Put לחייב את הרוכשת לרכוש ממנו את מניות המיעוט במחיר המימוש.

שווי תמורת העסקה

- לאחר בחינה של תנאי העסקה, הונח כי בתום תקופת האופציות תתבצע בודאות גבוהה עסקה של מכירת מניות המיעוט במחיר המימוש.
- בהתאם, הונח כי למעשה העסקה מבטאת מכירה של 100% ממניות אירוסול כאשר התמורה הכוללת נאמדה בכ-34.6 מיליון ש״ח, אשר מורכבת מ:
  - סכום של 26.3 מיליון ש״ח במזומן ובכיסוי עלויות תיווך של בעלי החברה.
  - תמורה נדחית של תוספת המימוש – תוספת זו נאמדה לפי שווי נוכחי של 8.3 מיליון ש״ח.
  - 30% דיבידנד ממועד הרכישה ועד מועד מימוש האופציות. הונח כי לא יחולק דיבידנד עקב מעבר השליטה לולוריקס וקיומה של הלוואת בעלים הקודמת לחלוקת דיבידנד.

רציונאל העסקה

- כאמור, לפי החלטת הדירקטוריון בדצמבר 2025, לאמץ אסטרטגיה עסקית חדשה ולפעול לשינוי פעילות ולוריקס, באופן בו תמקד ולוריקס את פעילותה בתחום ההגנה והביטחון, ובפרט במתן פתרונות להגנה על גבולות וביטחון פנים HLS – Homeland Security עבור לקוחות בסקטור הצבאי והאזרחי. זאת, במטרה לייצר פעילות עסקית משמעותית, צומחת ורווחית.
- רכישת אירוסול הינה יישום של האסטרטגיה העסקית החדשה של ולוריקס, כאשר תמורת הרכישה וההשקעה באירוסול עומדת במגבלות המימון של ולוריקס.

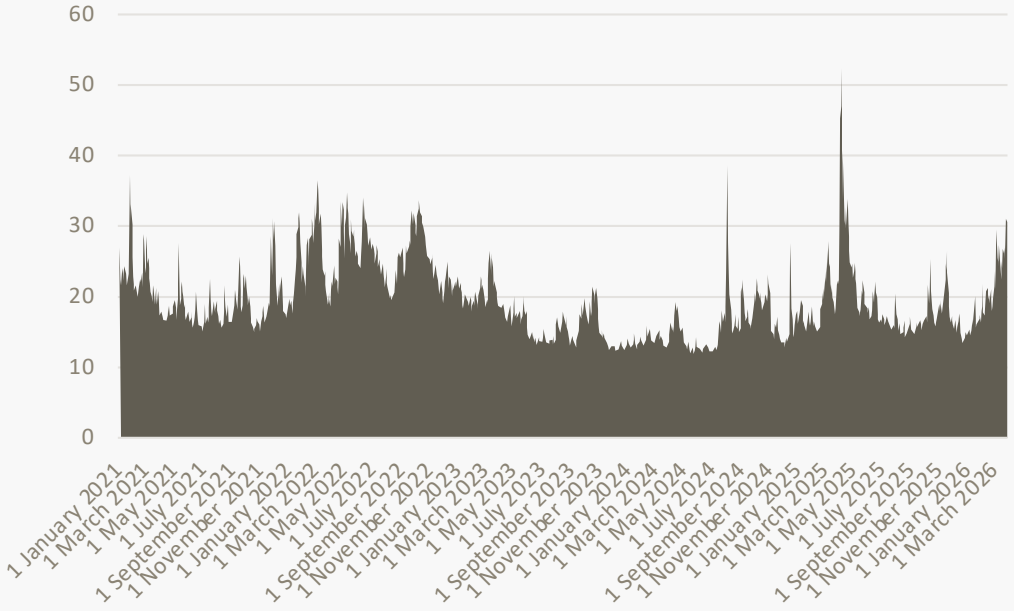
פרק 3

תיאור הסביבה העסקית

סקירת מאקרו כלכלה עולמית

- שנת 2025 היא שנה המאופיינת בחוסר וודאות בכלכלה העולמית. מתחים ביטחוניים ופוליטיים בין מדינות גרמו לרעש בשווקים וחשש במהלך השנה , אך למרות זאת תוצאות השווקים ברמה השנתית היו טובות.
- ארה"ב פתחה מלחמת סחר מול מדינות אחרות ובפרט מול סין, כאשר נשיא ארה"ב טראמפ הודיע באפריל 2025 על תוכנית מכסים אגרסיבית שהובילה לעלייה חדה בתנודתיות , לירידה במדד הנאס"ק של כ-20%, ולחשש מהאטה בסחר העולמי. במהלך השנה ביצע טראמפ נסיגות ממדיניות המכסים, דבר שיצר אי ודאות גבוהה. עם זאת ככל שהשנה התקדמה, השווקים למדו לתמחר מחדש את הסיכונים והמדדים חזרו למגמת עלייה, כך שמדד S&P500 סיים את 2025 בעליה של 16.4%, והנאסד"ק רשם עליה של 20.4% .
- במזרח התיכון חלו תפניות ביטחוניות וגיאופוליטיות . באוקטובר 2025 נחתם הסכם הפסקת אש בין ישראל וחמאס שכלל את החזרת כלל החטופים והבאת כוחות פיקוח בינלאומי לרצועת עזה. ביוני 2025 ישראל וארה"ב פתחו במהלך צבאי יזום מול איראן שנמשך 12 ימים אך פגע בכוחו הצבאי של המשטר בטהראן. נפילת המשטר בסוריה ומינוי נשיא חדש בינואר 2025 הביא לשינוי דרמטי במדיניות עם ישראל וניסיון ליצור הסכם מדיני. כל אלו שינו את מפת הסיכונים האזורית והפחיתו בטווח הקצר חלק מאי הוודאות שאפיינה את השנים האחרונות מאז תחילת המלחמה מול חמאס בשביעי באוקטובר 2023. על רקע אירועים אלו ניתן לראות את תגובת השווקים בישראל, מדד ת"א 125 רשם עלייה של למעלה מ-50% מתחילת השנה, אך גידול יוצא דופן מעין זה יכול גם להצביע על אפקט בועה במחירי המניות.
- במדינות אירופה נצפתה צמיחה נמוכה בשנה זו , וברבעון השלישי הושגה צמיחה של 0.2% בלבד. במטרה להגדיל את הצמיחה ולעורר את השווקים הבנק המרכזי האירופי ביצע מספר הפחתות ריבית עד לריבית של 2.15% .
- ענף הבינה המלאכותית (AI) מהווה בשנת 2025 מנוע צמיחה מרכזי המניע השקעות הון מסיביות בתשתיות חשמל, רשתות ושבבים. ניתן לראות התפרדות משמעותית בשווקים של תשואות מניות הטכנולוגיה מתשואות שאר המניות.

מדד הפחד "VIX"



- "מדד הפחד" של המשקיעים המודד את השונות הגלומה במדד S&P 500 הגיע לשיא במהלך חודש אפריל 2025 בעקבות החשש שנוצר בשוק מהמכסים שהטיל נשיא ארה"ב. מדד ה-VIX זינק מכ- 20 נקודות בפברואר 2025 לשיא של כ- 50 נקודות באפריל 2025 ובמועד ההערכה נסחר המדד בסביבות ה- 15 נקודות, כאשר בשגרה נע המדד בטווח של 10-20 נקודות.

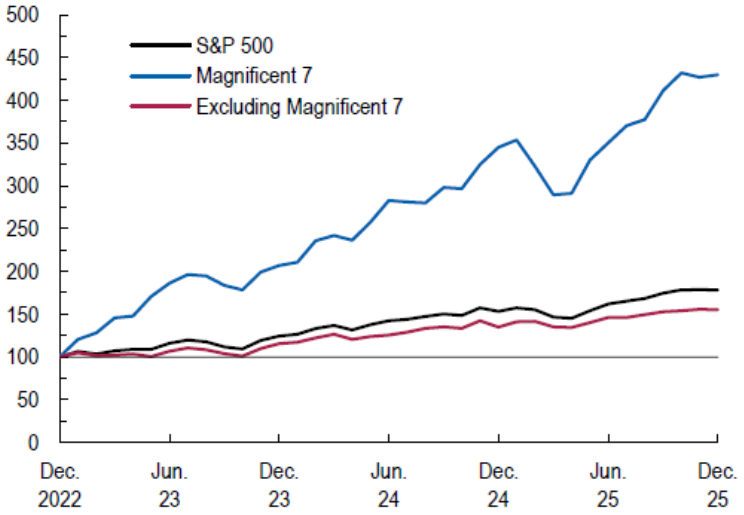
סקירת מאקרו כלכלה עולמית

- על פי דיווחי קרן המטבע העולמית לינואר 2026 הצמיחה העולמית צפויה להישאר איתנה אך עם שינוי קל כלפי מטה, וצפויה לעמוד על שיעור של 3.3% בשנת 2026 ו-3.2% בשנת 2027 ,לעומת הצמיחה הצפויה של 3.3% בשנת 2025.
- הצמיחה המשמעותית שנחזתה בשנת 2025 במגזרי ההיי-טק צפויה להאט. הערכה מחודשת של הצמיחה הצפויה משוק הבינה המלאכותית עלולה לגרום לירידה בהשקעות, ולגרור התפשטות של ירידה זו למגזרים נוספים.
- שיעור האינפלציה צפוי לרדת בהדרגה מ – 4.1% בשנת 2025, ל – 3.8% בשנת 2026 ו- 3.4% בשנת 2027. תחזיות האינפלציה הכלל עולמית צופות התכנסות הדרגתית ליעד, אך בארה"ב ההתכנסות ליעד איטית יותר בהשוואה לכלכלות מפותחות גדולות אחרות.

שיעור צמיחת תמ"ג בשנים 2024-2027:

מדינה	2024	2025	2026	2027
ארה"ב	2.8%	2.1%	2.4%	2.0%
גרמניה	(0.5%)	0.2%	1.1%	1.5%
בריטניה	1.1%	1.4%	1.3%	1.5%
סין	5.0%	5.0%	4.5%	4.0%
הודו	6.5%	7.3%	6.4%	6.4%
כלל העולם	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%
מדינות מפותחות	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%
מדינות מתפתחות	4.3%	4.4%	4.2%	4.1%

Figure 2. Tech Companies Diverge Further from the Rest
(Index, Dec. 2022 = 100)

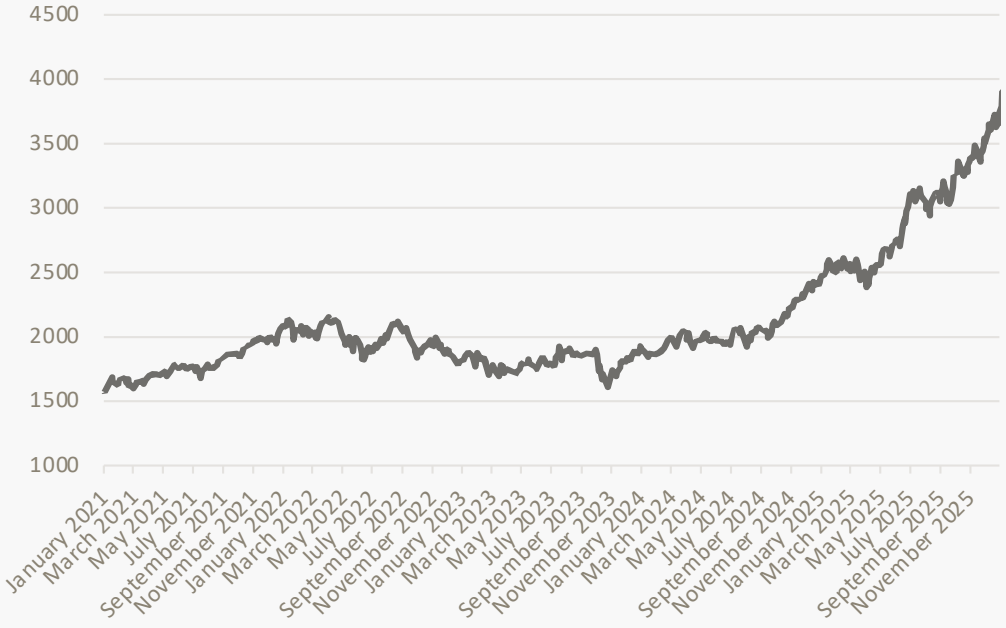


Sources: Bloomberg Finance L.P.; and IMF staff calculations.
Note: The Magnificent 7 is an equal-dollar-weighted equity benchmark composed of Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Tesla, Nvidia, and Meta. Although it includes several of the most influential leaders in artificial intelligence (AI), it does not cover all major AI-focused companies. For example, Oracle and Palantir are not part of the group.

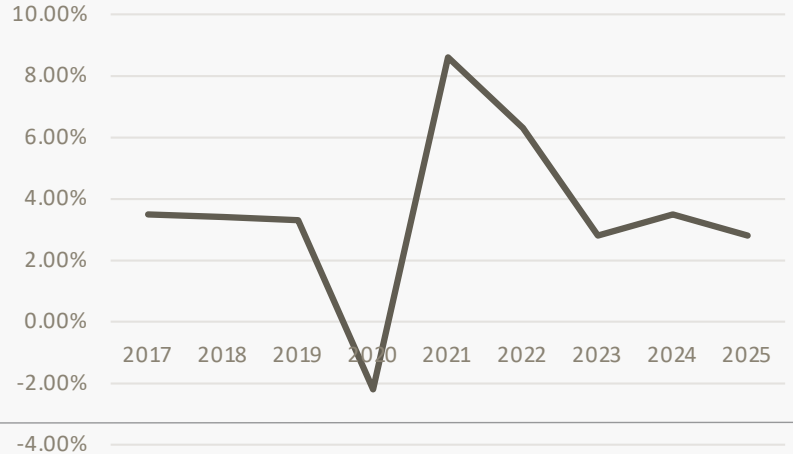
סקירת מאקרו כלכלת ישראל

- התקופה בה נערכת חוות הדעת הינה תקופה המתאפיינת בחוסר וודאות בכלכלה הישראלית. בסוף חודש פברואר 2026 ישראל וארה"ב פתחו במתקפה משולבת על איראן , מבצע "שאגת הארי" . בין השיקולים לפתיחה במלחמה זו : איום בטחוני גובר מפיתוח נשק גרעיני ע"י איראן , ניסיון לנצל את מומנטום גל ההפגנות של האזרחים האיראנים ע"מ להביא להפלת המשטר, מודיעין ממוקד על מיקום המנהיג האיראני שהביא לחיסולו ועוד. המלחמה נמשכת נכון למועד כתיבת הדוח. נציין שהתחזית האחרונה שפרסם בנק ישראל בינואר 2026 פורסמה לפני פתיחת המלחמה שמביאה עלויות רבות למשק.
- התחזית פורסמה לאחר סיום המלחמה הקודמת עם איראן, מלחמת 12 הימים הנקראת בשם "עם כלביא", שהסתיימה באוקטובר 2025 עם הפסקת האש , והתחזית הניחה המשך רגיעה בחזיתות השונות. התחזית צופה הקלה במגבלות ההיצע בשל חזרה של משרתי מילואים לשוק העבודה, ירידה בהוצאות הביטחון ובפרמיית הסיכון של ישראל, ובשל כך צופה להתמתנות סביבת האינפלציה, אשר צפויה להתכנס בסביבת מרכז תחום היעד. כל אלו תומכים בתהליך הורדת הריבית שהחל בנובמבר 2025.
- על פי תחזית בנק ישראל התוצר צמח ב-2.8% בשנת 2025, וצפוי לצמוח ב-5.2% ב-2026 וב-4.3% ב-2027.
- שיעור התעסוקה עמד על 78.2% בשנת 2025, וצפוי לעלות ל- 80.1% בשנת 2026, ואילו שיעור האבטלה צפוי לרדת מ-3.4% ב-2025 ל- 3.3% ב-2026.
- שיעור האינפלציה בשנת 2026 צפוי לעמוד על 1.7%, ובמהלך שנת 2027 צפוי לגדול ל- 2.0%. הריבית הממוצעת ברבעון הרביעי של 2026 צפויה לעמוד על 3.5%.
- הגרעון הממשלתי עומד על 4.8% תוצר בשנת 2025. הגירעון בתקציב המדינה צפוי לעמוד על 3.9% ו-3.6% מהתוצר בשנים 2026 ו-2027, בהתאמה. יחס החוב לתוצר יסתכם ב-68.5% בשנים 2026 ו- 2027. ללא התאמות תקציביות כגון העלאת מיסים או צמצום הוצאות, יחס החוב לתוצר אינו צפוי לרדת.

מדד ת"א-125



שיעור צמיחת התמ"ג



סקירת שוק הרחפנים

- השוק העולמי של כלי טיס בלתי מאוישים אינו רק מגמה טכנולוגית, אלא ארגון מחדש של הכלכלה הפיזית. הגידול המואץ, שצפוי לחצות את ה-250 מיליארד דולר עד 2035, נשען על מספר נדבכים:
- מעבר לכלכלת ה-DaaS המודל הכלכלי של "רחפן כשירות" (Drone-as-a-Service) משנה את כללי המשחק. עסקים וחברות ממשלתיות מעדיפים כיום לרכוש שירותי ניטור, מיפוי ומשלוח כהוצאה תפעולית (OpEx) שוטפת. גישה זו מייתרת את הצורך בהשקעות הון ראשוניות עתירות סיכון (CapEx) ומאפשרת לחברות המפעילות לייצר זרמי הכנסות חוזרים (ARR) יציבים עם שולי רווח גבוהים.
- אינטגרציה של AI ומידע בזמן אמת: המרחב האווירי הנמוך הופך ל"שכבת נתונים". רחפנים אינם רק כלי טיס, אלא חיישנים מעופפים המזינים את המערכות הארגוניות במידע גולמי המעובד על ידי בינה מלאכותית. היכולת להפוך את המידע הזה לתובנות עסקיות בזמן אמת היא המנוע העיקרי לאימוץ הטכנולוגיה במגזרים התעשייתיים והחקלאיים.
- בזירה הביטחונית שעוברת מהפכה מהירה שבה רחפנים הופכים ל"קו ההגנה וההתקפה" המרכזי. צמיחת המגזר ל-31 מיליארד דולר בטווח הקצר מונעת על ידי שלושה גורמים עיקריים:
  - המעבר למערכות זולות ואוטונומיות (Low-Cost Autonomous Systems): יוזמות כמו תוכנית "Replicator" של הפנטגון מסמנות שינוי אסטרטגי: במקום להסתמך רק על פלטפורמות יקרות ומעטות, הצבאות עוברים לשימוש באלפי מערכות אוטונומיות זולות. אסטרטגיה זו נועדה לנטרל את היתרון הכמותי של מדינות יריבות (כמו סין במיצר טייוואן) באמצעות "נחילים" (Swarms) של רחפנים שקשה ליירטם או לנטרלם באופן מלא.
  - לקחי הלחימה המודרנית: הסכסוכים האחרונים, ובראשם החזית בין רוסיה לאוקראינה, הוכיחו שרחפנים זולים וחימושים משוטטים Loitering Munitions יכולים להכריע קרבות א-סימטריים. בעקבות זאת, נאט"ו ומדינות המערב מאיצות רכש מאסיבי ומקימות תשתיות ייצור מקומיות כדי למנוע תלות בשרשראות אספקה חיצוניות.
  - המרחב האווירי כאיום אסטרטגי: האיום הנשקף מהאוויר אינו מוגבל עוד למטוסי קרב. כיום, כל גורם מדינתי או לא-מדינתי יכול לאיים על תשתיות לאומיות באמצעות רחפנים. כתוצאה מכך, נדרשת הזרמת תקציבי עתק לא רק לפיתוח אמצעי תקיפה (רחפנים), אלא גם למערכות הגנה אקטיביות המסוגלות לזהות, לעקוב ולנטרל איומים בגובה נמוך בזמן אמת.
- בזירה האזרחית יש אימוץ מוגבר של שימוש ברחפנים, אשר בשלב זה מנועי הצמיחה העיקריים הם:
  - מהפכה חקלאית: שוק הרחפנים החקלאיים מזנק מכ-1.92 מיליארד דולר ב-2025 לכ-12.05 מיליארד דולר עד 2035, תוך חיסכון של עד 90% בזמן עבודה והגדלת היבולים ב-25%.
  - לוגיסטיקה ושילוח (המייל האחרון): שירותי המשלוחים באוויר מתרחבים בהובלת ענקיות קמעונאות כמו וולמארט ואמזון, ומציעים יעילות תפעולית גבוהה לאורך טווח קצר (עלות תפעול של כ-0.15 דולר לקילומטר לרחפן לעומת 0.85 דולר למשאית).
  - מודל עסקי DaaS - המעבר לשירותי רחפנים כשירות ממיר הוצאות הון כבדות בהוצאות תפעוליות גמישות ומייצר למפעילות זרמי הכנסה חוזרים ורווחיים.

פרק4

תיאור הנכסים הבלתי מוחשיים

כללי

- IFRS3R קובע, בין היתר, את הטיפול החשבונאי במוניטין ובנכסים בלתי מוחשיים שנוצרו בשילובי עסקים, למעט בשילובי עסקים תחת אותה שליטה.
- IFRS3R קובע כי כחלק מתהליך הקצאת מחיר צירוף העסקים, על הישות הרוכשת להכיר בנפרד, במועד הרכישה, בנכסים הניתנים לזיהוי, בהתחייבויות שניטלו ובזכויות שאינן מקנות שליטה בישות הנרכשת, וזאת אף אם לא נרשמו בדוחותיה הכספיים של הישות הנרכשת. בנוסף, תזהה הישות הרוכשת, בנפרד מהמוניטין, את הנכסים הבלתי מוחשיים הניתנים לזיהוי אשר נרכשו בשילובי העסקים. IFRS3R קובע כי המוניטין יחושב נכון למועד הרכישה כהפרש בין מחיר הרכישה, סכום הזכויות ההוניות שאינן מקנות שליטה, ובצירוף עסקים שהושג בשלבים גם את השווי ההוגן של הזכויות ההוניות שהיו לרוכש בישות הנרכשת קודם עסקת הרכישה, ובין השווי ההוגן של הנכסים המוחשיים והבלתי מוחשיים וההתחייבויות.
- שווי הוגן מוגדר בתקן דיווח כספי בינלאומי 13, "מדידת שווי הוגן", כמחיר שהיה מתקבל במכירת נכס או מחיר שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה.
- IFRS3R מגדיר נכס בלתי מוחשי כנכס לא כספי, ניתן לזיהוי וחסר מהות פיזית. על פיIFRS3R , המונח נכס בלתי מוחשי אינו כולל מוניטין.
- IFRS3R קובע עוד, שנכס מקיים את קריטריון יכולת הזיהוי כאשר הוא:
  - ניתן להפרדה, כלומר ניתן להפריד אותו או לפצל אותו מהישות ולמכור אותו, להעביר אותו, להעניק רישיון לשימוש בו, להשכיר אותו או להחליפו, בנפרד או יחד עם חוזה קשור, נכס קשור או התחייבות קשורה; או
  - נובע מזכויות חוזיות או מזכויות משפטיות אחרות, מבלי להתחשב אם זכויות אלה ניתנות להעברה או להפרדה מהישות או מזכויות וממחויבויות אחרות.
- IFRS3R מגדיר מוניטין כנכס המייצג את ההטבות הכלכליות העתידיות הנובעות מנכסים אשר נרכשו במהלך צירוף עסקים ואשר אינם ניתנים לזיהוי בפני עצמם ולהכרה בנפרד.
- תקן חשבונאות בינלאומי 38, נכסים בלתי מוחשיים, מגדיר כי נכס בלתי מוחשי יוכר רק אם:
  - צפוי (probable) שההטבות הכלכליות העתידיות החזויות שניתן ליחסן לנכס יזרמו אל הישות;
  - העלות של הנכס ניתנת למדידה באופן מהימן.

כללי

- נכסים בלתי מוחשיים כוללים, בין היתר: (א) נכסים בלתי מוחשיים הקשורים לשיווק, כגון סימנים מסחריים, שמות מסחריים, סימני שירות, סימנים קולקטיביים, סימני אישור, שמות דומיין והסכמי אי תחרות; (ב) נכסים בלתי מוחשיים הקשורים ללקוחות, כגון רשימת לקוחות, צבר הזמנות, חוזים עם לקוחות וקשרי לקוחות; (ג) נכסים בלתי מוחשיים הקשורים לאומנות; (ד) נכסים בלתי מוחשיים מבוססי חוזים, כגון רישוי מוצרים ותמלוגים, רשת זכיינים וזכויות שימוש; (ה) נכסים בלתי מוחשיים הקשורים לטכנולוגיה, כגון טכנולוגית ליבה, טכנולוגיה בתהליכי מחקר ופיתוח וידע נרכש.
- בקביעת השווי ההוגן של כל אחד מהנכסים הבלתי מוחשיים יש להתחשב בגורמים הספציפיים לכל נכס, כולל:
  - התועלת הכלכלית או הכספית למשתתף בשוק;
  - יתרת החיים הכלכליים;
  - רמת הסיכון היחסי.
- במהלך עבודתנו זוהו נכסים בלתי מוחשיים המיוחסים באופן נפרד לפעילות החברה: ידע וקשרי לקוחות.

ידע

- המונח ידע - Know-how מתייחס לידע מקצועי, טכני או מסחרי ייחודי שנרכש או פותח על ידי חברה ומעניק לה יתרון תחרותי. דוגמאות ל-Know-how: שיטות ייצור ייחודיות, נוסחאות או מתכונים שאינם רשומים כפטנט, ידע הנדסי או טכנולוגי שנצבר במשך שנים, תהליכי עבודה פנימיים המשפרים יעילות, שיטות בקרת איכות ייחודיות, ידע מסחרי בתחום שיווק, תמחור או לוגיסטיקה.
- לאירוסול יש ידע ייחודי בהרכבת טיסנים ותהליכי עבודה לצורך תכנון, ייצור, הרכבה, התאמה ללקוח והכשרה של הלקוח בקשר עם יצירת טיסנים תואמים לפעילות הלקוח והכשרתו לביצוע.
- אורך החיים של הכלכלי של ידע נקבע בהתאם לתזרימי המזומנים הצפויים לנבוע מהנכס והוערך ב-9 שנים.

קשרי לקוחות

- במקרים רבים, יש לחברה הנרכשת הסכמים עם לקוחות, קשרים עם לקוחות או רשימת לקוחות, שהינם בעלי ערך מהותי לחברה הרוכשת. ההסכמים או הקשרים עם הלקוחות הנם בעלי ערך כלכלי היות ותזרים המזומנים העתידי של העסק ייפגע בחסרונם.
- לפעילות אירוסול קיימת רשימת לקוחות ייחודית מכולם כוחות הביטחון ולקוחות ייחודיים נוספים אשר מקנה לרוכשת גישה לייצר מכירות המשך למוצרים משלימים.
- אורך החיים של הכלכלי של תיק הלקוחות נקבע בהתאם לתזרימי המזומנים הצפויים לנבוע מהנכס והוערך ב-7 שנים.

פרק 5

הערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים

- הטבלה מטה מציגה את תחזית תזרים המזומנים של המיוחסים לידע למשך 9 שנים ממועד הרכישה (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	שנה 1	שנה 2	שנה 3	שנה 4	שנה 5	שנה 6	שנה 7	שנה 8	שנה 9
הכנסות מיוחסות לידע	**17,975.4**	**16,537.3**	**14,552.9**	**12,224.4**	**10,268.5**	**8,379.1**	**6,837.3**	**5,579.3**	**4,552.7**
שיעור צמיחת הכנסות הפעילות	*20.0%*	*15.0%*	*10.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.0%*
שיעור צמיחת הכנסות מיוחסות לידע לאחר שחיקה	*(4.0%)*	*(8.0%)*	*(12.0%)*	*(16.0%)*	*(16.0%)*	*(18.4%)*	*(18.4%)*	*(18.4%)*	*(18.4%)*
עלות ההכנסות	(12,582.8)	(10,253.2)	(8,440.7)	(7,090.2)	(5,955.7)	(4,859.9)	(3,965.7)	(3,236.0)	(2,640.6)
שיעור הוצאות מההכנסות	*70.0%*	*62.0%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.0%*
רווח גולמי	**5,392.6**	**6,284.2**	**6,112.2**	**5,134.3**	**4,312.8**	**3,519.2**	**2,871.7**	**2,343.3**	**1,912.1**
שיעור רווח גולמי	*30.0%*	*38.0%*	*42.0%*	*42.0%*	*42.0%*	*42.0%*	*42.0%*	*42.0%*	*42.0%*
הוצאות שיווק, מכירות והנהלה	(5,392.6)	(4,134.3)	(2,910.6)	(1,833.7)	(1,540.3)	(1,256.9)	(1,025.6)	(836.9)	(682.9)
שיעור הוצאות מההכנסות	*30.0%*	*25.0%*	*20.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
חיסכון בהוצאות ללקוחות קיימים	-	-	-	-	-	-	-	-	-
שיעור הוצאות מההכנסות	*30.0%*	*25.0%*	*20.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
רווח תפעולי	**-**	**2,149.9**	**3,201.6**	**3,300.6**	**2,772.5**	**2,262.4**	**1,846.1**	**1,506.4**	**1,229.2**
שיעור רווח תפעולי	*0.0%*	*13.0%*	*22.0%*	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*
<u>חיובים תורמים</u>									
הון חוזר	(106.8)	(98.3)	(86.5)	(72.6)	(61.0)	(49.8)	(40.6)	(33.1)	(27.0)
רכוש קבוע	(349.8)	(321.8)	(283.2)	(237.9)	(199.8)	(163.0)	(133.0)	(108.6)	(88.6)
קשרי לקוחות	(260.6)	(239.8)	(211.0)	(177.3)	(148.9)	(121.5)	(99.1)	(80.9)	(66.0)
כוח עבודה מגובש	(227.1)	(208.9)	(183.9)	(154.4)	(129.7)	(105.9)	(86.4)	(70.5)	(57.5)
רווח לאחר חיובים תורמים	**(944.3)**	**1,281.1**	**2,437.1**	**2,658.4**	**2,233.1**	**1,822.2**	**1,486.9**	**1,213.3**	**990.1**
שיעור רווח לאחר חיובים תורמים	*(5.3%)*	*7.7%*	*16.7%*	*21.7%*	*21.7%*	*21.7%*	*21.7%*	*21.7%*	*21.7%*
הוצאות מס	217.2	(294.7)	(560.5)	(611.4)	(513.6)	(419.1)	(342.0)	(279.1)	(227.7)
שיעור מס	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*
תזרים חופשי	**(727.1)**	**986.4**	**1,876.6**	**2,047.0**	**1,719.5**	**1,403.1**	**1,144.9**	**934.2**	**762.3**
תקופת היוון	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	7.50	8.50
מקדם היוון	0.91	0.77	0.64	0.54	0.45	0.38	0.31	0.26	0.22
DCF	**(665.1)**	**755.1**	**1,202.1**	**1,097.3**	**771.3**	**526.7**	**359.6**	**245.6**	**167.7**

סך תזרימים מהוונים (DCF)	**4,460.3**
מקדם הטבה בגין הוצאות פחת	1.10
שווי הוגן ידע	**4,911.3**

ידע (המשך)

- הערכת השווי ההוגן של ידע חושב באמצעות היוון תזרים המזומנים בשיטת MEEM. הערכת השווי בוצעה באופן הבא:
  - בהתבסס על תחזיות הנהלת החברה, נבנתה תחזית זרמי המזומנים להכנסות המיוחסות לידע לתקופה של 9 שנים ממועד הרכישה ("תקופת התחזית").
  - לאחר דיונים עם הנהלת החברה, הונח כי שיעור השחיקה השנתי של הידע של הפעילות יעמוד על כ- 20%.
  - על פי תחזיות הנהלת החברה, מתקבל כי שיעורי ההוצאות התפעוליות ועלות ההכנסות מתוך ההכנסות בגין ידע הינו 73%. שיעור זה הונח לאורך תקופת התחזית.
  - הוצאות רעיוניות (או חיובים תורמים) בגין השימוש בנכסים אחרים נזקפו לרווח לפני מס. במסגרת הוצאות אלו נכללות סך ההוצאות הנדרשות על מנת לתמוך בקיום הנכס הבלתי מוחשי, ובכלל זה הוצאות רעיוניות הבאות לשקף את זקיפת דמי השימוש הכלכליים שעל הנכס הבלתי מוחשי לשלם לנכסים השונים של העסק, מוחשיים ובלתי מוחשיים, בגין השימוש בהם. נכסים אלו כוללים הון חוזר, כוח עבודה מגובש, קשרי לקוחות ורכוש קבוע.
  - הוצאות המס נקבעו על פי שיעור המס הסטטוטורי שחל על אירוסול - 23%.
  - תזרים המזומנים נטו הוון בשיעור היוון של 19.5%. לפרטים נוספים לעניין שיעור ההיוון, ראה נספח ד.
  - לתזרים המהוון התווסף נכס מס הנוצר כתוצאה מההפחתה העתידית של הנכס לצורכי מס, על מנת להגיע לשווי ההוגן של הידע. נכס המס משקף את הטבת המס העתידית שתיווצר מהפחתת הנכס לצורכי מס. לפיכך, השווי ההוגן של הידע כולל גם את הערך המהוון של החיסכון במס כתוצאה מהפחתת הנכס שכל רוכש פוטנציאלי אחר היה נהנה ממנו. נכס המס חושב על פי שיעור המס הסטטוטורי לפי חוק החברות בישראל פי תקופת הפחתה לצורך מס של 10 שנים. לפרטים נוספים לעניין מקדם הטבת המס בגין פחת, ראה נספח ג.
- **בהתאם, השווי ההוגן של ידע בפעילות אירוסול, נכון למועד ההערכה, נאמד בכ-4,911 אלפי ש"ח.**

קשרי לקוחות

- הטבלה מטה מציגה את תחזית תזרים המזומנים של המיוחסים לקשרי לקוחות של פעילות אירוסול 7 שנים ממועד הרכישה (אלפי ש"ח):

אלפי ש"ח	שנה 1	שנה 2	שנה 3	שנה 4	שנה 5	שנה 6	שנה 7
הכנסות קשרי לקוחות קיימים	**13,481.5**	**9,302.3**	**6,139.5**	**3,867.9**	**2,436.8**	**1,491.3**	**894.8**
שיעור צמיחת הכנסות הפעילות	*20.0%*	*15.0%*	*10.0%*	*5.0%*	*5.0%*	*2.0%*	*0.0%*
שיעור צמיחת הכנסות לקוחות קיימים (לאחר נטישה)	*(28.0%)*	*(31.0%)*	*(34.0%)*	*(37.0%)*	*(37.0%)*	*(38.8%)*	*(40.0%)*
עלות ההכנסות	(9,437.1)	(5,767.4)	(3,560.9)	(2,243.4)	(1,413.3)	(865.0)	(519.0)
שיעור הוצאות מהכנסות	*70.0%*	*62.0%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.0%*	*58.0%*
רווח גולמי	**4,044.5**	**3,534.9**	**2,578.6**	**1,624.5**	**1,023.4**	**626.3**	**375.8**
שיעור רווח גולמי	*30.0%*	*38.0%*	*42.0%*	*42.0%*	*42.0%*	*42.0%*	*42.0%*
הוצאות שיווק, מכירות והנהלה	(3,235.6)	(1,860.5)	(982.3)	(464.1)	(292.4)	(179.0)	(107.4)
שיעור הוצאות מהכנסות	*30.0%*	*25.0%*	*20.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
חיסכון בהוצאות שיווק ללקוחות קיימים	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*	*20.0%*
שיעור הוצאות מהכנסות	*24.0%*	*20.0%*	*16.0%*	*12.0%*	*12.0%*	*12.0%*	*12.0%*
EBITDA	**808.9**	**1,674.4**	**1,596.3**	**1,160.4**	**731.0**	**447.4**	**268.4**
שיעור EBITDA	*6.0%*	*18.0%*	*26.0%*	*30.0%*	*30.0%*	*30.0%*	*30.0%*
<u>חיובים תורמים</u>							
הון חוזר	(80.1)	(55.3)	(36.5)	(23.0)	(14.5)	(8.9)	(5.3)
רכוש קבוע	(262.3)	(181.0)	(119.5)	(75.3)	(47.4)	(29.0)	(17.4)
ידע	(895.5)	(617.9)	(407.8)	(256.9)	(161.9)	(99.1)	(59.4)
בוח עבודה מגובש	(170.3)	(117.5)	(77.6)	(48.9)	(30.8)	(18.8)	(11.3)
רווח לאחר חיובים תורמים	**(599.4)**	**702.7**	**954.9**	**756.3**	**476.5**	**291.6**	**175.0**
שיעור רווח לאחר חיובים תורמים	*(4.4%)*	*7.6%*	*15.6%*	*19.6%*	*19.6%*	*19.6%*	*19.6%*
הוצאות מס	137.9	(161.6)	(219.6)	(174.0)	(109.6)	(67.1)	(40.2)
שיעור מס	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*	*23.0%*
תזרים חופשי	**(461.5)**	**541.1**	**735.3**	**582.4**	**366.9**	**224.5**	**134.7**
תקופת היוון	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50
מקדם היוון	0.91	0.77	0.64	0.54	0.45	0.38	0.31
DCF	**(422.2)**	**414.2**	**471.0**	**312.2**	**164.6**	**84.3**	**42.3**

סך תזרימים מהוונים (DCF)	**1,066.4**
מקדם הטבה בגין הוצאות פחת	1.10
שווי הוגן קשרי לקוחות	**1,174.3**

קשרי לקוחות (המשך)

- הערכת השווי ההוגן של קשרי הלקוחות של פעילות אירוסול חושב באמצעות היוון תזרים המזומנים בשיטת MEEM. הערכת השווי בוצעה באופן הבא:
  - בהתבסס על תחזיות הנהלת החברה, נבנתה תחזית זרמי המזומנים המיוחסים להכנסות מרשימת הלקוחות הקיימים לתקופה של 7 שנים ממועד הרכישה ("תקופת התחזית").
  - לאחר דיונים עם הנהלת החברה ובחינה של שיעורי נטישה היסטוריים, הונח כי שיעור הנטישה השנתי של קשרי הלקוחות של הפעילות יעמוד על - 40%.
  - על פי תחזיות הנהלת החברה, מתקבל כי שיעורי ההוצאות התפעוליות ועלות ההכנסות מתוך ההכנסות בגין קשרי הלקוחות הינו 70%. שיעור זה הונח לאורך תקופת התחזית.
  - הוצאות רעיוניות (או חיובים תורמים) בגין השימוש בנכסים אחרים נזקפו לרווח לפני מס. במסגרת הוצאות אלו נכללות סך ההוצאות הנדרשות על מנת לתמוך בקיום הנכס הבלתי מוחשי, ובכלל זה הוצאות רעיוניות הבאות לשקף את זקיפת דמי השימוש הכלכליים שעל הנכס הבלתי מוחשי לשלם לנכסים השונים של העסק, מוחשיים ובלתי מוחשיים, בגין השימוש בהם. נכסים אלו כוללים הון חוזר,, כוח עבודה מגובש, ידע ורכוש קבוע.
  - הוצאות המס נקבעו על פי שיעור המס הסטטוטורי שחל על אירוסול - 23%.
  - תזרים המזומנים נטו הוון בשיעור היוון של 19.5%. לפרטים נוספים לעניין שיעור ההיוון, ראה נספח ד.
  - לתזרים המהוון התווסף נכס מס הנוצר כתוצאה מההפחתה העתידית של הנכס לצורכי מס, על מנת להגיע לשווי ההוגן של תיק לקוחות הנוכחי. נכס המס משקף את הטבת המס העתידית שתיווצר מהפחתת הנכס לצורכי מס. לפיכך, השווי ההוגן של תיק לקוחות כולל גם את הערך המהוון של החיסכון במס כתוצאה מהפחתת הנכס שכל רוכש פוטנציאלי אחר היה נהנה ממנו. נכס המס חושב על פי שיעור המס הסטטוטורי לפי חוק החברות בישראל ולפי תקופת הפחתה לצורך מס של 10 שנים. לפרטים נוספים לעניין מקדם הטבת המס בגין פחת, ראה נספח ג.
- **בהתאם, השווי ההוגן של קשרי הלקוחות בפעילות אירוסול, נכון למועד ההערכה, נאמד בכ-1,174 אלפי ש"ח.**

פרק 6

סיכום הקצאת עלות הרכישה

סיכום הקצאת עלות הרכישה

הקצאת עלות הרכישה

- הטבלה הבאה מציגה את השווי ההוגן של הנכסים הלא מוחשיים של אירוסול, למועד ההערכה, שזוהו והוערכו וערך המוניטין הנגזר ממחיר הרכישה בהינתן השווים האמורים:

אלפי ש"ח	שווי בספרים	שווי הוגן	אורך חיים
נכסים, נטו			
הון חוזר, נטו	4,056	4,056	
רכוש קבוע , נטו	1,033	1,033	
נכסים פיננסיים , נטו	3,663	3,663	
התחייבות דיבידנד לבעלי מניות	(3,489)	(3,489)	
נכסים, נטו, לא כולל הכרה במס רכוש	**5,263**	**5,263**	
מס רכוש לקבל	3,000	3,000	
נכסים, נטו	**8,263**	**8,263**	
נכסים בלתי מוחשיים			
קשרי לקוחות		1,174	7
ידע		4,911	9
התחייבות מס		(974)	
מוניטין		21,112	
סה"כ		**34,487**	

נספח א

הגבלת אחריות

הגבלת אחריות

השימוש בחוות דעת זו מוגבל אך ורק במסגרת המטרה לשמה היא הוזמנה. אין להעביר חוות דעת זו לצד ג' או לאזכרה ללא הסכמתי בכתב ומראש אשר תינתן, תינתן בתנאים או לא תינתן בהתאם לשיקול דעתי, תוך מתן סיבה, וזאת למעט ההסכמה לצירוף חוות דעת זו לדיווחי החברה ודיווחי הרוכשת כאמור לעיל.

במסגרת הכנת חוות הדעת קיבלתי דוחות, נתונים ומצגים (בנספח זה ביחד: "המידע") מהרוכשת, מהחברה, ומנציגיהן. האחריות על המידע חלה על ספקי מידע זה. לא בוצעו בדיקות בלתי תלויות של המידע אשר שימש מקור לחוות דעת זו, ולא ננקטו פעולות שיש בהן משום בדיקת נאותות או ביקורת לפי כללי חשבונאות מקובלים של המידע ולא קיבלתי תוצאות או מסקנות של בדיקות מסוג זה או כל אימות אחר של נכונות המידע הנ"ל. למרות שבמהלך העבודה נותח מידע פיננסי וחשבונאי ובוצעו בדיקות סבירות מסוימות, איני נוטל אחריות או מביע דעה בנוגע לאמינות, דיוק, שלמות ורלוונטיות המידע אשר סופק לי. בכל מקרה חוות הדעת לא תיחשב ולא תהווה אישור או ראיה לנכונות, דיוק ושלמות המידע הנ"ל.

איני אחראי לכל הפסד, עלות או הוצאה אשר ייגרמו ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון או שאינו מלא או מניעת מידע מצידם של ספקי המידע הנ"ל בכפוף לאמור לעיל.

תחזיות לעולם מתייחסות לאירועים עתידיים ומתבססות על הנחות ואומדנים למועד התחזית. הנחות ואומדנים אלה עשויים להשתנות על פני תקופת התחזית והן עשויות להיות שונות מהתוצאות הכספיות בפועל ומהנחות ואומדנים אשר ייעשו במועד מאוחר יותר. אי לכך, לא ניתן להתייחס לתחזיות ברמת הבטחון המקובלת ביחס לדוחות כספיים או מידע אחר המתייחס לעבר ולפיכך אין חוות דעת זו מביעה דעה באשר להתאמת התחזיות שנערכו לתוצאות הכספיות שתתקבלנה בפועל. הערכה כלכלית אינה מדע מדויק ומסקנותיה תלויות במידה רבה בשיקול הדעת הסובייקטיבי של מעריך השווי. למרות שלהערכתי טווח השווי בחוות הדעת להלן הינו סביר בהתבסס על המידע שקיבלתי, יתכן ומעריך שווי אחר היה מגיע שווי שונה.

נספח ב

מתודולוגיות הערכה

מתודולוגיות הערכת שווי כלכלי של עסקים

קיימות מספר שיטות מקובלות להערכת שווי כלכלי של עסקים וחברות:

- שיטת השווי הנכסי (NAV);
- שיטת ההשוואה לעסקות דומות;
- שיטת המכפיל;
- שיטת היוון זרמי המזומנים (DCF);

שיטת השווי הנכסי (NAV)

- שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV – Net Asset Value), מתאימה בעיקר לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות המחזיקות בנכסי נדל"ן. שיטה זו מתבססת על שווי נכסי העסק בניכוי התחייבויותיו, כפי שהם משתקפים במאזנו. בנוסף, משמשת שיטת השווי הנכסי הנקי להערכת שווי של חברות החזקה.
- הגישה מתאימה גם להערכה של עלות ההקמה של עסק דומה, 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 בספרים.

שיטת המכפיל

- בשיטת המכפיל מוערך העסק על בסיס היחס הממוצע בענף בו הוא פועל בין נתון המבוסס על שווי השוק לבין פרמטר חשבונאי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות וההון העצמי. לעיתים נעשה שימוש גם בפרמטרים תפעוליים, כגון מספר המנויים, שטחי מכירה וכו'. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לפרמטר הרלבנטי מכונה "מכפיל".
- השיטה טובה בעיקר לקבלת אומדן כללי ראשוני לגבי שווי העסק אך לא להערכה מדויקת. יתרונה של השיטה נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. החיסרון העיקרי של שיטה זו נעוץ בעובדה שהיא אינה לוקחת בחשבון שורה של גורמים העשויים להשפיע על השווי הספציפי של העסק, בשונה מעסקים "דומים" באותו תחום, כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה. חסרון נוסף נובע מן העובדה שבמרבית המקרים קיים תחום רחב של מכפילים, אשר מיצועו אינו מביא בהכרח לתוצאה נכונה.
- שימוש נפוץ נוסף בשיטת המכפיל הינו השוואה לעסקות דומות. שיטה זו עושה שימוש במחיר בפועל, לפיו בוצעה עסקת מכר של העסק נשוא ההערכה, או של עסקים דומים, וזאת בתנאי שעסקה כזו בוצעה פרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה. כדי להשוות לעסקות שנעשו בעסקים דומים, יש למצוא עסקות הדומות מבחינת תחום הפעילות, מאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים.

מתודולוגיות הערכת שווי כלכלי של עסקים (המשך)

שיטת היוון זרמי המזומנים (Discounted Cash Flow method)

- 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 וההחזקות, 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 וההחזקות העתידיות הרלבנטיות, ולקבוע את מחיר ההון המתאים.

מתודולוגיות הערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים

Multiperiod Excess Earnings Method - MEEM

- העיקרון הבסיסי של השיטה הוא לבודד את הרווח הנקי המיוחס לנכס הספציפי. הערך של נכס בלתי מוחשי שווה לערך הנוכחי של תזרימי המזומנים לאחר מס, לאורך חיי הנכס. נכסים בלתי מוחשיים משמשים בדרך כלל בשילוב עם נכסים מוחשיים ובלתי מוחשיים אחרים. הנכסים האחרים בקבוצת הנכסים האחרים מכונים "נכסים תורמים" כאשר הם תורמים ליצירת תזרים מזומנים מהנכס הבלתי מוחשי.
- כדי למדוד את השווי של הנכס הבלתי מוחשי, מנוכה מהתזרים המזומנים שמיוצר על ידי קבוצת הנכסים תזרימים מזומנים המיוחסים לאותם נכסים תורמים וכך מגיעים לתזרים מזומנים הנובע מהנכס הבלתי מוחשי המבודד. אותם תזרימי מזומנים המיוחסים לנכסים התורמים מכונים חיובים תורמים והינם נאמדים לרוב על בסיסי התשואה הנדרשת על אותם נכסים תורמים או שיעור התמלוגים המקובל בגין השימוש באותם נכסים.
- שיטת ה-MEEM מיושמת לרוב על נכסים בלתי מוחשיים אשר אין ביכולתם לייצר תזרימי מזומנים באופן עצמאי כגון רשימת לקוחות, טכנולוגיה, knowhow.
- שיטת MEEM יושמה בעבודה זו לצורך הערכת השווי של קשרי הלקוחות וידע.

Relief from Royalties - הימנעות מתמלוגים

- שיטת הימנעות מתמלוגים הינה חלק מגישת ההכנסה ומיועדת לשימוש בהערכת שווי הוגן של נכסים בלתי מוחשיים הנתונים לרישוי כגון שמות מסחריים, פטנטים וטכנולוגיות ספציפיות.
- העיקרון הבסיסי של שיטה זו הוא שבמקום בעלות על אותו נכס בלתי מוחשי, ניתן היה להשיג זכויות דומות לשימוש בנכס על ידי דמי רשיון או תשלום תמלוגים לבעלים צד שלישי היפותטי. השווי ההוגן של הנכס הוא הערך הנוכחי של דמי הרישיון או התמלוגים שנמנעו על ידי הבעלות על הנכס הבלתי מוחשי (כלומר, החיסכון תמלוגים).
- שיטת הימנעות מתמלוגים לא יושמה בעבודה זו.

מתודולוגיות הערכת שווי נכסים בלתי מוחשיים

גישת "עם ובלי" - With and Without

- לפי הגישה הערך של נכס בלתי מוחשי הינו ההפרש בין השווי ההוגן של הפעילות בקיומו של הנכס לשווי ההוגן של הפעילות בהיעדרו של הנכס. לרוב, קיימת הנחה כי במהלך תקופה מסויימת תוכל החברה להקים את הנכס, ולמעשה אי קיומו של הנכס היא זמנית ומכאן אובדן הערך הינו זמני.
- שיטת הערכה זו ישימה ביותר עבור משאבים המספקים הטבות מצטברות, בין הכנסות גבוהות או שולי עלות נמוכים יותר. שיטה זו משמשת לעיתים להעריך נכסים בלתי מוחשיים הקשורים למשאב אנושי כגון הסכמים עם אנשי מפתח או הסכמים חוזיים עם גורם מהותי לחברה כגון לקוח עיקרי או ספק עיקרי.
- שיטת העלות לא יושמה בעבודה זו.

גישת העלות

- גישה זו, כפי שמיושמת בהערכת השווי של נכסים בלתי מוחשיים, מתבססת על עקרון "עלות השחלוף" כאינדיקאטור לשווי הוגן. השווי הנגזר מהערכת שווי בגישת העלות מהווה חסם עליון לשווי הנכס, היות והנחת היסוד של גישה זו הנה שמשקיע סביר לא ישלם תמורת נכס יותר מהסכום בו יכול היה לשחלף את הנכס.
- שיטת העלות לא יושמה בעבודה זו.

נספח ג

הטבות מס בגין פחת

הטבות מס בגין פחת

- במדינות שונות, נכסים בלתי מוחשיים מסוימים זכאים לניכוי מס ובכך מקטינים את הרווח לצרכי מס. יתרון זה מתבטא בהערכת שווי, כאשר לכל רוכש פוטנציאלי של אותו נכס בלתי מוחשי, ישתקפו הטבות מס בגין הפחת על אותו נכס. ההכרה שקיים הטבות מס בגין פחת בעסקת רכישה של הנכס תביא לעלייה בשוויו ההוגן של הנכס.
- הטבות המס בגין הפחת מורכבים מתזרימי מזומנים שיינבעו מחסכון בהוצאות מסים ועליית הערך מתבטאת בגידול של תזרימי המזומנים של אותו חיסכון במס.
- כיוון שהפחת מחושב על שווי הנכס וכאמור שווי הנכס מושפע מהטבות המס בגין אותו פחת, נוצר תהליך איטרטיבי שבו הפחת משפיע על שווי הנכס ולהיפך. בפרקטיקה מקובל לחשב את אותן הטבות מס על ידי החלה של מקדם על תזרים המזומנים מאותו נכס בלתי מוחשי, בהתעלם מהפחת בגינו.
- לצורך חישוב המקדם בגין הטבות המס שנובעות מהפחת, הנחתי שיעור מס חברות של 23% ותקופת הפחתה של 10 שנים, כמקובל ברשויות המס המקומיות.
- לפי האמור לעיל, על בסיס שיעור היוון של 19.0%מתקבל שמקדם הטבת המס בגין הפחת על תזרים המזומנים המהוון של נכס בלתי מוחשי מסתכם לכ-1.10.

נספח ד

שיעור היוון

שיעור היוון

שיעור תשואה פנימית של העסקה ("IRR")

- כיוון ששווי השוק פעילות החברה נודע בעסקת הרכישה וניתן לחזות את תזרימי תזרים המזומנים העתידיים שלה, ניתן היה להסיק את שיעור ההיוון הנגזר של העסקה באמצעות חישוב IRR. על בסיס תחזית הנהלה החברה לפעילות אירוסול, שיעור ההיוון הנגזר מהעסקה, המכונה שיעור התשואה הפנימי של ההשקעה ("IRR"), הוא 19%.

שיעור הון משוקלל ("WACC")

- במקרים שבהם מיישמים את גישת ההכנסה להערכת שווי של נכסים בלתי מוחשיים, יש צורך לקבוע שיעור היוון מתאים לתזרימי המזומנים הצפויים לנכס בלתי מוחשי.
- נקודת ההתחלה לקביעת שיעור ההיוון על נכס בלתי מוחשי, הוא שיעור ההון הנדרש עבור כלל הפעילות הנרכשת. לרוב, חישוב של שיעור ההון המשוקלל (WACC) מייצג את התשואה המיוחסת לכלל נכסי הפעילות. מכאן ניתן לייחס שיעור היוון מתאים לכל נכס בלתי מוחשי, תוך כדי התייחסות לשיעור ההון הנדרש על כלל נכסי הפעילות.
- הטבלה מטה מציגה את תחשיב שיעור ההון המשוקלל לפעילות אירוסול, למועד ההערכה:

שיעור היוון	17/05/2026
שיעור ריבית חסרת סיכון	4.2%
פרמיית סיכון שוק	7.1%
ביטא	0.65
פרמיית חברה קטנה	10.6%
שיעור תשואה נדרש על ההון	**19.4%**
יחס הון לסך נכסים	100.0%
שיעור היוון משוקלל (מעוגל)	**19.5%**

שיעורי היוון נכסים בלתי מוחשיים

- לצורך הערכת השווי של ידע וקשרי לקוחות, יושם שיעור היוון של 19.5%, בהתאם לשיעור ההיוון הממוצע של פעילות החברה על תחשיב WACC.

נספח ה

ניסיון מעריך השווי

מוטי אדרי, רו"ח

השכלה

- B.A בכלכלה וחשבונאות, אוניברסיטת תל אביב.
- רואה חשבון מוסמך.

ניסיון

- מוטי הינו בעל ניסיון נרחב, הן בשירות לקוחות ציבוריים בארה"ב ובישראל והן בשירות חברות פרטיות.
- כמו כן, מוטי כיהן במשך 6 שנים כמנג'ר במחלקה הכלכלית במשרד רו"ח קסלמן וקסלמן PricewaterhouseCoopers ניסיונו כולל ניהול פרויקטים ועבודות מחקר בתחומי הייעוץ הפיננסי והאסטרטגי, עריכת חוות דעת מומחה, הכנת עבודות כלכליות בתחומי מדיניות ציבורית ורגולציה, הערכת חברות והכנת תכניות עסקיות. בנוסף, מוטי צבר ניסיון רב כמנהל פרויקטים וכיועץ בכיר בצוות הערכות שווי וליווי עסקאות הון סיכון ב-PwC San Francisco.
- מוטי הינו מומחה במימון ובאסטרטגיה של חברות הזנק. סייע ליזמים וחברות במו"מ בקשר עם השקעות, M&A, הסכמים מסחריים ומכרזים בסוגיות של בניית חוזים, מנגנוני עסקה, ובדיקות כדאיות כלכלית. בנוסף, מוטי בעל ניסיון רב בגיבוש מודל עסקיים והכנת תכניות עסקיות עבור חברות מובילות במשק הישראלי בעיקר בתחום הביטוח, אנרגיה מתחדשת, לוגיסטיקה ותשתיות תקשורת.
- בעל ניסיון רב במתן שירותי ייעוץ לחברות במגוון תחומים כגון: תעשייה, אנרגיה, נדל"ן, תשתיות, שירותי בריאות, הייטק, תשתיות, תקשורת, ביטוח, מוסדות פיננסיים וקמעונאות.