

הערכות
שווי
מהותיות

**בחינת ירידת ערך של ההשקעה
בצינורות המזרח התיכון בע"מ
במסגרת יישום תקן חשבונאות בינלאומי
מספר 36, ירידת ערך נכסים הוכן לבקשת**

הוכן עבור

גאון אגרו תעשיות

מרץ 2013



18 במרץ, 2013

לכבוד:

מר ישראל כהן, CFO

גאון אגרו תעשיות

הנדון: בחינת ירידת ערך במסגרת יישום הוראות תקן בין-לאומי מס' 36¹, ירידת ערך נכסים

לבקשת גאון אגרו תעשיות (להלן: "גאון אגרו") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (להלן: "IFS"), הערכת שווי לחברת צינורות המזרח התיכון בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "צמת מזה"ת") במטרה לבחון אם קיימת ירידת ערך של ההשקעה בחברה הרשומה בספרי גאון אגרו, ליום 31 בדצמבר 2012 ("מועד ההערכה"), וזאת במסגרת יישום תקן חשבונאות בין-לאומי מס' 36 (להלן: "תקן 36").

מטרת עבודה זו הינה לסייע להנהלת גאון אגרו (להלן: "ההנהלה") בביצוע בחינת ירידת ערך כאמור למועד ההערכה. עבודה זו נערכה בהתאם לתנאים המפורטים במכתב ההתקשרות בין גאון אגרו לבין IFS מיום 31 בדצמבר 2012.

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של גאון אגרו ורואי החשבון המבקרים שלה. כמו כן, אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים ובפרסומים של גאון אגרו וגאון אחזקות לציבור, לרבות דיווחים תקופתיים ומידיים, על פי חוק ניירות ערך והתקנות על פיו.

¹ International Accounting Standards 36, Impairment of Assets

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

סכום בר השבה

סעיף 18 לתקן 36 מגדיר סכום בר השבה "גבוה מבין השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של נכס או יחידה מניבת מזומנים לבין שווי השימוש בו".

סעיף 19 קובע כי "לא תמיד הכרחי לקבוע הן את השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של הנכס, והן את השווי השימוש שלו. אם אחד מבין הסכומים אלה עולה על הערך בספרים של הנכס, לא חלה ירידה בערך הנכס ואין צורך לאמוד את הסכום האחר".

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

הגבלת אחריות

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

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

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

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

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

הרינו להצהיר כי אין לנו עניין אישי במניות החברה ובמניות גאון אגרו, וכן שכר טרחתנו אינו מותנה בתוצאות חוות הדעת.

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


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

כל הנתונים בעבודה זו, הינם באלפי ש"ח ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.

פרטי השכלתו וניסיוניו של האחראי מטעם צמת מעריכת השווי:

שגיא בן שלוש, בעלים ומנהל של חברת אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ. בעל תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה, תואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע) ותואר שני בלימודי משפט. בעל רישיון לראיית חשבון וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל².

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

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ


² לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

תוכן עניינים

פרק	עמוד
1	כללי
2	תמצית הערכת השווי
3	תיאור צמת
4	תיאור הסביבה העסקית
5	מתודולוגיה
6	תוצאות עסקיות
7	הערכת השווי
8	סיכום הערכת הסכום בר ההשבה
נספחים	
א'	פרטים אודות מעריך השווי
	54

פרק 1

כללי

- מטרת העבודה הנה בחינה לירידת ערך של המוניטין המיוחס לרכישת קבוצת צמת נכון ליום 31.12.2012.
 - כל הנתונים בעבודה זו, הינם בשקלים חדשים ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
 - להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:
- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> – החברה ו/או צמת המזה"ת – צינורות המזרח התיכון בע"מ – צמת תעשיות – צינורות המזרח התיכון תעשיות 2001 בע"מ – צמת גלון – צינורות המזרח התיכון גלון (1994) בע"מ – קבוצת צמת – צמת גלון, צמת תעשיות והחברה – פלסים אביזרים – פלסים אביזרים בע"מ – פלסים תשתיות – פלסים תשתיות בע"מ – קבוצת פלסים – פלסים תשתיות ופלסים אביזרים – איי סולאר – איי סולאר גרינטק בע"מ – IFS – אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (2009) בע"מ | <ul style="list-style-type: none"> • לצורך עבודתנו הסתמכנו על הנתונים והמצגים הבאים: – מידע פיננסי, עסקי ותפעולי אשר התקבל מהנהלת החברה וחברות הבת לגבי פעילותן, לרבות תחזיות פיננסיות; – דוחות כספיים מבוקרים של החברה וחברות הבת לשנים 2010-2012; – תקציב החברה וחברות הבת שלה לשנת 2013; – מצגות ומידע נוסף אודות מוצרי החברה; – מידע גלוי ורלוונטי המתפרסם באתרי האינטרנט; – שיחות ופגישות עם הנהלת החברה. |
|--|---|
- מועד ההערכה – 31.12.2012

פרק 2

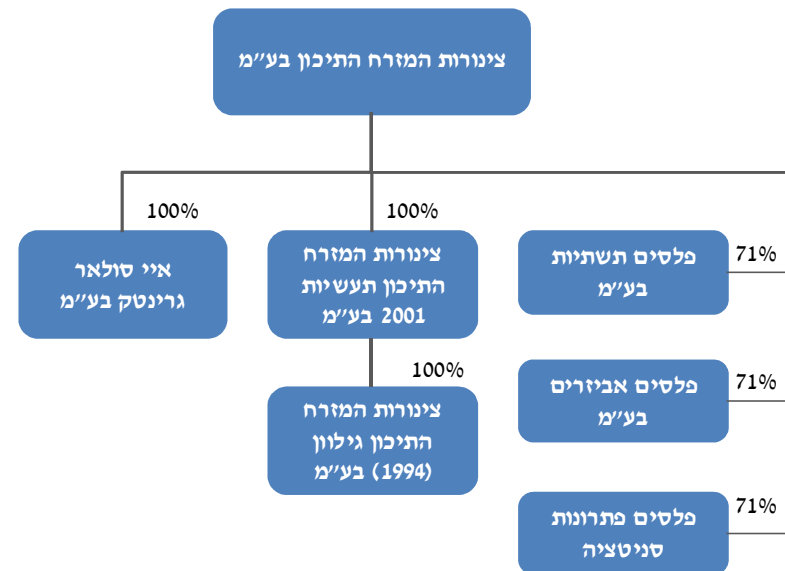
תמצית הערכת השווי

הערכת השווי של החברה מתבססת על הנחת הבסיס כי החברה הינה "עסק חיי" (Ongoing Concern) והיא תמשיך לפעול במתכונת זו לאורך אופק פעילות אינסופי. הערכת שווי של פעילותה נערכה לפי שיטת היוון תזרים המזומנים ("DCF"). התזרים החזוי נגזר מתחזית הרווח של צמת מזה"ת. זרמי המזומנים הוונו במחיר ההון המשוקלל, התואם את רמת הסיכון של פעילות החברה. הערך המתקבל הינו הערך הכלכלי של פעילות החברה. הערך הכלכלי של הפעילות אינו תלוי בהרכב ההון של הפעילות, כלומר, הוא בלתי תלוי בדרך מימון החברה, בין אם דרך הון עצמי או דרך הון זר.

שווי הפעילות של קבוצת צמת המתקבל מהיוון תזרימי המזומנים במחיר הון של כ- 17% (למעט פעילות איי סולאר - 26%), המשקף שווי שימוש, מסתכם בכ- 228 מיליון ש"ח. סך זה הנו גבוה מערכם הפנקסני של נכסי החברה למועד החישוב ולכן אנו סבורים כי לא נפגם ערכו של המוניטין המופיע במאזני גאון אגרו.

החברה עוסקת, ישירות ובאמצעות חברות הבת, בייצור ושיווק צינורות פלדה ופלסטיק מסוגים שונים, אשר רובם משמשים לצורך תשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת דלק וגז וכן, מספקת שירותי גליון של לעמודי חשמל, תאורה, גדרות, מעקות, צינורות ופרופילים ולמוצרים נוספים. בנוסף, החברה מספקת רכיבי מתכת ללקוח בתחום התעשייה התרמו-סולארית.

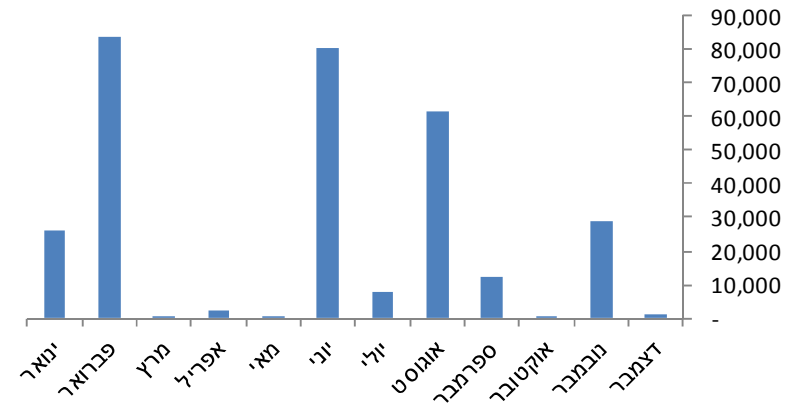
להלן תרשים המציג את מבנה ההחזקות של החברה:



השוואה לשווי וליחס השווי הנגזר ממחירי המניות בבורסה³

לאור העובדה כי מניותיה של החברה נסחרות בבורסה, נקודת מוצא טבעית הינה יחס השווי הנגזר ממחירי המניות בבורסה. תנאי בסיס לשימוש במחירי המניות במסחר כביטוי שווי כלכלי הינו רמת סחירותן.

להלן גרף המתאר את מחזור מסחר יומי ממוצע של מניות החברה בשנת 2012 (ש"ח):



מהגרף לעיל, ניתן לראות כי רמת הסחירות של מניית החברה הינה נמוכה ובימי שיא, המסחר היה מגיע רק לכ- 90 אלף ש"ח בלבד. כמו כן, מספר העסקאות הממוצע ביום עומד על כ- 12.

³ מקור: נתונים היסטוריים של מניית החברה, www.tase.co.il

פרק 3 תאור החברה

3.1 כללי

צינורות המזרח התיכון תעשיות 2001 בע"מ (להלן: "צמת תעשיות") – פועלת בתחום ייצור ומיגון צינורות פלדה מסוגים שונים אשר משמשים בעיקר לצורך תשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת דלק וגז. פעילות הייצור מבוצעת במפעל החברה באתר צריפין.

צינורות המזרח התיכון – גלון (1994) בע"מ (להלן: "צמת גלון") – פועלת בתחום גלון מוצרי מתכת ומספקת שירותי גלון למוצרי מתכת מסוגים שונים. פעילות זו מבוצעת באתר החברה בעכו.

3.1.1 מוצרי קבוצת צמת

צינורות פלדה – קבוצת צמת מייצרת צינורות פלדה בקטרים שבין 8 ל-100 אינטש ובין 2 ל-8 אינטש. בהתאם לשימושיהם השונים, מצופים מרבית הצינורות בציפוי פנימי ו/או עטיפה חיצונית לצורך הקניית הגנה מפני קורוזיה (ציפוי בטון פנימי או צבע, עטיפה תלת שכבתית שחולה ו/או עטיפת בטון חיצוני). בנוסף, קבוצת צמת מבצעת ציפוי ועטיפה לצינורות בקטרים שבין 2 ל-8 אינטש הנרכשים מיצרני צינורות מישראל ומחו"ל ולאחר הציפוי ו/או העטיפה משווקים אף הם על-ידי קבוצת צמת.

בשנת 2011 השיקה קבוצת צמת מוצר עטיפה חדשני בשם "טריו 4", המבוסס על עטיפת פוליאתיילן חיצונית בעובי 4 מ"מ המספקת הגנה גבוהה מפני גורמים חיצוניים העלולים לפגוע באיכות הצינור. לעטיפה זו יתרונות בולטים על פני ציפוי חיצוני בבטון דחוס בשל גמישותה ומשקלה המצומצם, המאפשר ללקוח לחסוך כסף רב הנובע מעלויות הפריקה וההנחה של הצינור.

מרבית הצינורות הנמכרים על-ידי קבוצת צמת משמשים לתשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת חלוקת גז ודלק. במרבית הקטרים

החברה עוסקת ישירות ובאמצעות חברות הבת, בייצור ושיווק של צינורות פלדה ופלסטיק מסוגים שונים, אשר רובם משמשים לצורך תשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת דלק וגז, וכן, מספקת שירותי גילון לעמודי חשמל, תאורה, גדרות, מעקות, צינורות ופרופילים. כמו כן, צמת מזה"ת מספקת רכיבי מתכת ללקוח בתחום התעשייה התרמו-סולארית.

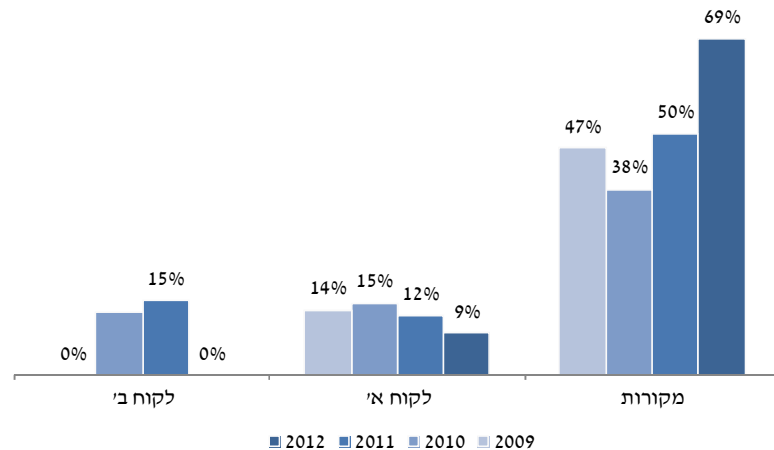
מניות החברה נסחרות בבורסה בתל אביב, כאשר 15.67% ממניותיה מוחזקות בידי הציבור. בעלי השליטה בחברה, מכוח הסכם בעלי מניות, הינם גאון אגרו תעשיות בע"מ, המחזיקה 50.97% מהון מניותיה, ועזבונו של מר סמי שמעון ז"ל של 17.43%.

3.1 קבוצת צמת

לחברה מספר חברות הבת הפועלות בתחום ייצור ומיגון צינורות הפלדה – צינורות המזרח התיכון תעשיות 2001 בע"מ וצינורות המזרח התיכון גלון (1994) בע"מ (להלן: "קבוצת צמת"). להלן מבנה ההחזקות של קבוצת צמת:



להלן גרף המציג את הכנסות קבוצת צמת בתחום צינורות הפלדה מלקוחות מהותיים בשנים 2009-2012 (מוצג כאחוז מסך ההכנסות):



מקורות חברת המים הלאומית (להלן: "מקורות"), חברה ממשלתית המדרוגת AAA, הינה הלקוח העיקרי של קבוצת צמת. היקף רכישותיה השנתיות של מקורות בשנת 2012 הסתכם בכ- 69% מסך מחזור המכירות של קבוצת צמת. המכירות למקורות כוללות בעיקר צינורות לקווים ארציים גדולי קוטר להולכת מים שפירים ומי קולחין. המכירות למקורות מורכבות ממגוון צינורות קבוצת צמת.

מקורות רוכשת צינורות בקטרים של עד 36 אינטש הן מקבוצת צמת והן מהמתחרה, אברות תעשיות בע"מ. קבוצת צמת הינה היצרן היחיד בישראל של צינורות להולכה בקטרים מ- 10 עד 100 אינטש. לאור האמור, קבוצת צמת

קבוצת צמת היא היצרן היחיד בארץ של צינורות פלדה מתחילתם ועד סופם, בעלת קו ייצור מלא משלב ערגול גליל הפלדה לצינורות וכלה בציפויים ועטיפות שונים. תהליך זה מאפשר ללקוחות זיהוי ומעקב מלאים על תהליך יצור הצינורות.

שירותי גליון – גליון הינו ציפוי המתכת באבץ חמצני (Zinc) המונע את שיתוכה. הגליון מתבצע באמצעות הטבלת מוצרי המתכת באמבט המלא באבץ נוזלי מחומם לטמפרטורה גבוהה. מוצרי הגליון ניתנים למוצרי מתכת כגון: גדרות, מעקות, קונסטרוקציות פלדה, עמודי תאורה.

3.1.2 לקוחות, שיווק והפצה

תחום צינורות הפלדה

מרבית המכירות של קבוצת צמת בתחום מבוצע ללקוחות מוסדיים, עם דגש על חברת מקורות, ולבתי מסחר, וחלק מהמכירות מבוצע ללקוחות קצה באופן ישיר. בשנים 2010 ו- 2011 מכרה קבוצת צמת את צינורות הפלדה אותם היא מייצרת ללקוח בארה"ב, כחלק מאסטרטגיה להקטין את התלות בשוק המקומי, אולם בשנת 2012 הופסקה פעילות זו בגלל שיעורי רווח נמוכים.

תחום הגליון

מרבית לקוחות של צמת גיליון הינם בתי מלאכה וקבלנים. מרבית מכירותיה הינן בעלות אופי פרויקטאלי. לפיכך, בשנה מסוימת יתכן היקף נרחב של פרויקטים ובשנה עוקבת היקף מצומצם של פרויקטים. בתחום הפעילות אין לקבוצת צמת לקוחות שההכנסות בגינם מגיעות לכ- 10% מכלל ההכנסות שלה.

3.1.3 ספקים

תחום צינורות הפלדה

פלדה הינה החומר גלם העיקרי הנרכש על-ידי קבוצת צמת בתחום צינורות הפלדה. הפלדה נרכשת בצורת גלילי פלדה, כאשר רוחב גליל הפלדה מותאם לקטרים המתוכננים לייצור. עלות רכישת הפלדה מהווה כ-58% מעלות הייצור בשנת 2012.

קבוצת צמת רוכשת את הפלדה ממספר ספקים, כאשר כל ספק חדש עובר תהליך אישור טכני, הכולל הסכם טכני מפורט לגבי איכויות הפלדה הנדרשות ובדיקת כמות ניסיונית בייצור ובמעבדות קבוצת צמת. עיקר הפלדה שנרכשה על-ידי קבוצת צמת בשנת 2012, הינה מספקים מרוסיה ואירופה. עם זאת, לקבוצת צמת אין תלות בספקים בכל הנוגע לרכישת פלדה משום שהכינה עתודה של ספקים בעלי אישור טכני. כמו כן עלות החלפת ספק אינה מהותית.

חומר גלם עיקרי נוסף הנרכש על-ידי קבוצת צמת, בתחום הפעילות, הוא פוליאתילן לצורך ציפוי הצינור.

מוגדרת כ"ספק יחיד" של מקורות לצינורות בקטרים הגדולים מ 36 אינטש. הגדרה זאת של ספק יחיד מאושרת מידי שנה על-ידי הנהלת מקורות. כל עוד מצב זה קיים, משוחררת מקורות מחובת קיום מכרזים לגבי רכישת צינורות בקטרים אלה. למרות הגדרת קבוצת צמת כספק יחיד, מקורות מפרסמת מכרזים בינלאומיים לאספקת צינורות וכן רוכשת צינורות בקטרים מסוימים מספקים מקומיים ובינלאומיים נוספים, אולם מרבית הרכש של צינורות פלדה על-ידי מקורות מתבצע מקבוצת צמת.

לקבוצת צמת הסכם מחירים עם מקורות לפיו מחירי הצינורות הנמכרים למקורות מעודכנים מדי תקופה בהתאם למספר פרמטרים, לרבות: מחיר הפלדה בעולם, שער החליפין של הדולר ומדד תפוקות התעשייה.

לקוח מהותי נוסף הינו בית מסחר המוכר את מוצרי קבוצת צמת ללקוחות סופיים. המכירה ללקוח זה נעשית באמצעות הזמנות שקבוצת צמת מקבלת מעת לעת. לקוח זה רוכש בעיקר צינורות לתשתית מים וביוב. לקבוצת צמת אין תלות בלקוח זה משום שכאמור, מדובר בבית מסחר ולהערכת קבוצת צמת, במקרה שיפסק הקשר עימו, תמכור קבוצת צמת באופן ישיר ללקוחות הסופיים או למפיצים ולגופים אחרים.

מהגרף המוצג לעיל, ניתן להבחין כי קיימת תלות ב- 2 לקוחות עיקריים אשר מהווים כ- 78% מסך הכנסותיה של קבוצת צמת בשנת 2012.

כמו כן, מרבית המכירות של קבוצת צמת ללקוחות הינם בעלי אופי פרויקטאלי המבוסס על תקציבי פיתוח של חברת מקורות, רשויות המים והרשויות המקומיות. לפיכך, בשנה מסוימת יתכן שללקוח ספציפי יהיה היקף נרחב של פרויקטים ובשנה עוקבת יהיה היקף מצומצם של פרויקטים.

לתקופה של עד 24.05.2045 ואופציה להארכה של 49 שנים נוספות לגבי השטח של כ- 157 דונם.

קו ייצור לצינורות בתפר אורכי – הקו משמש לייצור צינורות בקטרים שבין 6 ל- 24 אינטש. כושר הייצור הפוטנציאלי של קו ייצור זה הינו כ- 40 אלפי טון בשנה ובשנת 2012 ניצלה קבוצת צמת כ- 12,941 טון מכושר הייצור שלה.

קווי הבידוד – קווים המשמשים לעטיפה וציפוי של הצינורות על מנת להקנות להם עמידות מפני קורוזיה פנימית וחיזונית. הבידוד מתבצע במספר שיטות: ציפוי בטון פנימי, צבע פנימי, עטיפה תלת שכבתית שחולה (טריו) ועטיפת בטון חיזוני. כושר הייצור הפוטנציאלי של קווי הבידוד הינו כ- 2,500 אלפי מ"ר לשנה. בשנת 2012 עטפה קבוצת צמת כ- 1,128 אלפי מ"ר. קבוצת צמת עושה שימוש בטכנולוגיות עטיפה חדשניות המאפשרות ייצור מוצרים בעלי ערך מוסף גבוה.

קו ייצור לצינורות עם תפר ספירלי – בקו זה מיוצרים צינורות בקטרים שבין 22 ל- 100 אינטש, ובעובי דופן של עד 16 מ"מ. כושר הייצור הפוטנציאלי של קו ייצור זה הינו כ- 30-24 אלפי טון לשנה. בשנת 2010 שדרגה קבוצת צמת את הקו והכשירה אותו לייצור צנרת בקוטר מקסימלי של 100 אינטש, זאת לצורך מתן מענה לביקוש מצד חברת מקורות. בשנת 2012 ניצלה קבוצת צמת כ- 15,128 טון מכושר הייצור שלה.

ביום 16 לנובמבר 2011 אישר דירקטוריון של קבוצת צמת תקציב השקעות של כ- 54 מיליון ש"ח שמיועד להקמת קו ייצור חדש לייצור צינורות בעלי קו תפר ספיראלי. במהלך שנת 2012 התקשרה קבוצת צמת עם מספר חברות, לרכישת מערכי ייצור לקו הייצור. להערכת קבוצת צמת, הקמת קו הייצור החדש

החומר הגלם העיקרי המשמש לגליון הינו אבץ, וכן צינורות ומוצרים נוספים, כגון קונסטרוקציות, רשתות ומוצרים נוספים. על פי הנהלת קבוצת צמת, לא קיימת בעייתיות בזמינות חומרי גלם אשר מיובאים מבלגיה, קנדה, רוסיה, סין וקוריאה. יחד עם זאת, מאחר ומרבית חומרי הגלם מיובאים לישראל, זמינותם תלויה בגורמים שאינם בשליטת קבוצת צמת, כגון זמני תובלה, פעילות תקינה של נמלי ישראל. לקבוצת צמת אין תלות באף אחד מספקי חומרי הגלם.

3.1.4 מחקר ופיתוח

מחלקת המחקר והפיתוח של קבוצת צמת עוסקת בפרוייקט לפיתוח ציפויים לצינורות. השלב הראשון של הפרוייקט אושר על ידי המדען הראשי מטעם משרד התעשייה והמסחר בתקציב כספי של 1,596 אלף ש"ח אשר הועברו לקבוצת צמת בהתאם לקצב התקדמות הפרוייקט. קבוצת צמת סיימה את השלב הראשון בפיתוח ציפוי מלט צמנטי מועשר בפולימרים המיושם כיום יחד עם ניקוי פנימי בגרגרי פלדה ושכבת פריימר לצינורות "100 עבור מקורות. בשנת 2013 תחל השלב השני (ללא מימון המדען הראשי) לאחר קליטת מכונה חדשה לניקוי גרגרי פלדה. בשלב זה צפויה קבוצת צמת לפתח את תהליך הציפוי במלט מועשר בפולימרים אך ללא שכבת פריימר.

3.1.5 הייצור

3.1.5.1 תחום צינורות הפלדה

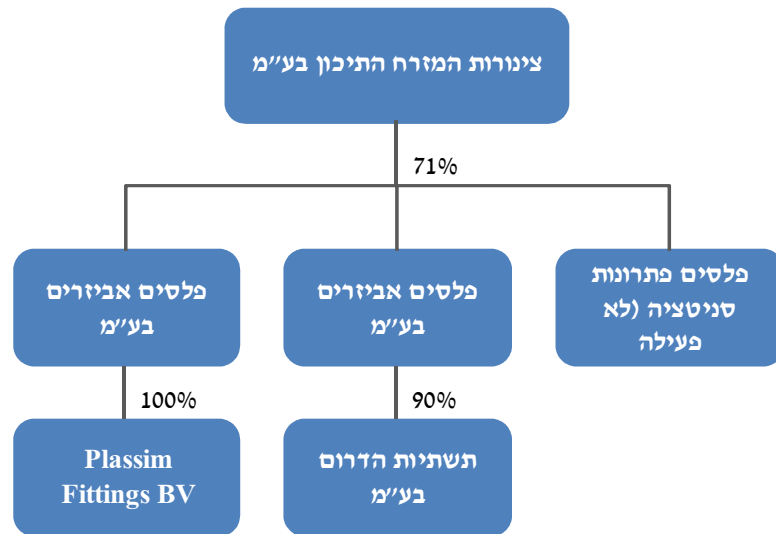
המפעל לייצור צינורות ממוקם בצריפין וכולל מבנים, מחסנים, שטחי עזר ומשרדים. לקבוצת צמת הסכם חכירה מהוונת עם מנהל מקרקעי ישראל,

הסניטציה ביתית ומערכות סילוק שפכים ביתיים. פעילות הייצור מבוצעת במפעל שבקיבוץ מרחביה.

נכון למועד הערכה, פלסים מוחזקת בשיעור של כ- 71% על ידי צמת מזה"ת.

3.2.1 מבנה החזקות

להלן מבנה החזקות של קבוצת פלסים:



פלסים תשתיות בע"מ (להלן: "פלסים תשתיות") – הוקמה בשנת 2002 ומתמחה בייצור ושיווק מערכות צנרת פלסטית מ-PVC, פוליאאתילן ופוליפרופילן. פלסים תשתיות נחשבת ליצרנית מובילה בתחומה בישראל. לפלסים תשתיות פעילות מקומית וכן פעילות בחו"ל (בהיקף שאינו מהותי).

תאפשר לה להגדיל את כושר הייצור הקיים במפעל תוך מתן מענה מלא ואיכותי לדרישות הקיימות והעתידיות של לקוחותיה. קבוצת צמת צופה כי התפוקה הצפויה בשנים הקרובות מקו ייצור זה תעמוד על כ- 25 אלף טון לשנה.

3.1.5.2 תחום הגליון

מפעל הגליון ממוקם בעכו על שטח של כ- 120 דונם. לקבוצת צמת הסכם חכירה מהוונת עם מנהל מקרקעי ישראל עד שנת 2051.

כושר הייצור השנתי של מפעל גליון הינו כ- 30,000 טון ובשנת 2012 ניצלה קבוצת צמת כ- 88% מכושר הייצור שלה וגלוונה כ- 26,363 טון.

3.1.6 מגבלות ופיקוח על פעילות קבוצת צמת

קבוצת צמת מוכרזת כבעלת מונופולין בהתאם להוראת סעיף 26(א) לחוק ההגבלים העסקיים, התשמ"ח-1988, בתחום הצנורות עם תפר בקטרים שמעל 16 אינטש בלבד. כ-70% ממכירותיה בשנת 2012 כללו מכירת מוצרים שלגביהם הוכרזה קבוצת צמת כבעלת מונופולין.

3.2 קבוצת פלסים

פלסים הוקמה על ידי קיבוץ מרחביה בשנת 1960, והינה מייצרת באמצעותה ובאמצעות חברות הבת שלה מערכות צנרת פלסטיק לתשתיות, מים, ביוב, גז, ניקוז, תעשייה, חקלאות ובנין. כמו כן, פלסים עוסקת בייצור אביזרים לחיבור צנרת פוליאאתילן למים וכבלים ולשימושים שונים, מוצרי אקטרים בתחום

פלסים תשתיות מחזיקה ב- 90% מהון המניות של חברת תשתיות הדרום בע"מ שהינה חברת שיווק שהוקמה בתחילת שנת 2011.

פלסים אביזרים בע"מ (להלן: "פלסים אביזרים") – הוקמה בשנת 1999 ועוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של מחברים מכאניים לצנרת פוליאתילן. ביום 1.7.2010 רכשה פלסים אביזרים 100% מחברת Plassim Fittings B.V שהינה חברת שיווק של מוצרי פלסים אביזרים באירופה.

ביום 11 בפברואר, 2013 חתמה צמת מזה"ת באמצעות חברת בת יחד עם בעלי זכויות המיעוט בחברות פלסים על הסכם עקרונות עם חברה פרטית שאינה צד קשור, למכירת כל מניותיה של חברת הבת פלסים אביזרים.

תשתיות דרום בע"מ (להלן: "תשתיות דרום") – הוקמה בשנת 2011 במטרה לשווק את מוצרי חברת האם פלסים תשתיות וחברות אחרות בתחומי התשתיות והאינסטלציה בדרום הארץ. תשתיות דרום ממוקמת באזור התעשייה עמק שרה בבאר שבע.

3.3 איי סולאר

איי סולאר גרינטק בע"מ (להלן: "איי סולאר") הוקמה בחודש אוקטובר 2010 ופועלת בתחום אספקת צנרת ורכיבים למערכות סולאריות ומשווקת מוצרי צנרת ורכיבים נוספים המיוצרים בסין על ידי קבלני משנה, המשמשים להקמת שדות סולריים בהם נעשה שימוש בטכנולוגיה התרמו-סולארית. נכון ליום 31.12.2012 אין לאיי סולאר הסכמים חדשים ועל פי החברה קיים צפי לקבלת הזמנות/הסכמי רכש חדשים בשנת 2014.

איי סולאר נמצאת בבעלות מלאה של צמת מזה"ת.

3.3.1 מוצרים

איי סולאר משווקת מוצרי צנרת ורכיבים נוספים, המיוצרים בסין, באמצעות קבלני משנה אשר הוסמכו על-ידי צמת לאחר שעברו תהליכי ביקורת ואבטחת איכות קפדניים.

3.3.2 לקוחות

איי סולאר התקשרה במספר חוזים לאספקת צנרת ורכיבים להקמת שדות תרמו-סולאריים. ההתקשרויות נעשו עם חברת ברייטסורס ישראל חברה ישראלית, שהינה חברת בת של חברה אמריקאית המקימה שדות תרמו-סולאריים בקליפורניה, ארה"ב. ברייטסורס אמונה על ההתקשרויות מול ספקי הרכיבים לשדות. היקפם הכספי של מכלול ההסכמים הסתכם לסך של כ-198 מיליון נכון למועד הערכה.

פרק 4 תאור הסביבה העסקית

4.1 הסיבה המקרו-כלכלית בישראל⁴

בקיץ 2007 פרץ משבר פיננסי בארה"ב שהתפשט מאז ברחבי העולם. בחודש ספטמבר 2008 החריף המשבר עם התמוטטותם של מספר גופים פיננסיים בין-לאומיים גדולים. המשבר, שהחל בסקטור הפיננסי, התגלגל במהלך 2008 לכלכלה הריאלית, דבר שהתבטא, בין השאר, בירידה בנתוני צמיחת התוצר ברחבי העולם, בסחר העולמי ובנתוני האבטלה. כתוצאה מן המשבר נכנסו מרבית המדינות המפותחות, ובהן ישראל, למיתון בחצי השני של 2008 ובקרב המדינות המתפתחות נרשמת האטה ניכרת בקצב הצמיחה.

על פי נתוני בנק ישראל, מתחילת שנת 2010 נמשכה ההתאוששות של המשק הישראלי, במקביל להתאוששות הכלכלה הגלובלית. עם זאת ניכרת התמתנות מסוימת של קצב הצמיחה ביחס למגמת העלייה ששררה במשק בסוף שנת 2009. במחצית השנה הראשונה של 2011 נמשכה התאוששות הפעילות הריאלית וירידת שיעור האבטלה. הצמיחה נשענה על עלייה בהשקעות וביצוא, שהושפעה מהתרחבות הסחר העולמי. כמו כן, במחצית השנה השנייה של 2011 הפעילות העסקית המקומית המשיכה במגמת ההתרחבות, אך בקצב מתון יותר מאשר בקודמו. על פי נתוני בנק ישראל⁵ הצמיחה בשנת 2011 הסתכמה ב-4.8% ואמורה להסתכם בכ-3.3% ובכ-3.8% בשנת 2012 ובשנת 2013, בהתאמה. ההתמתנות של קצב צמיחת המשק בשנת 2012 משקפת התמתנות של קצב גידול הצריכה הפרטית, אשר צפויה לצמוח בשנה זו בשיעור מתון של 3.0%, כתוצאה מירידה צפויה בצריכת מוצרים בני קיימא. שיעור האבטלה במשק המשיך במגמת הירידה אשר אפיינה אותו בשנים

⁴ מקור: בנק ישראל והלמ"ס.

⁵ מקור: תחזית מאקרו כלכלית חטיבת המחקר - דצמבר 2012.

האחרונות, משיעור של 8.4% בשנת 2010 לשיעור של 7.1% בשנת 2011. כמו כן, צפוי שיעור האבטלה להסתכם בכ-6.8% בשנת 2012 ובכ-7.1% בשנת 2013.

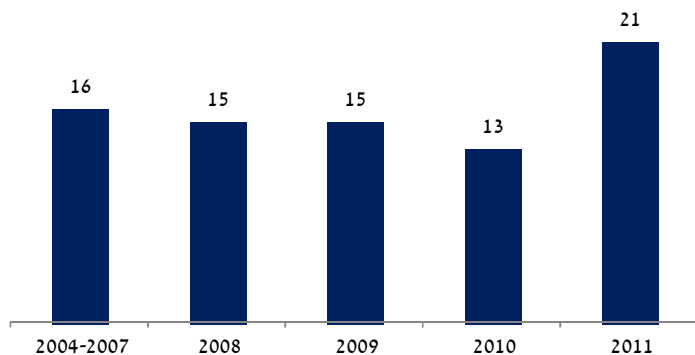
במהלך שנת 2010 בנק ישראל המשיך במגמת העלאת הריבית אשר החלה בשנת 2009, משיעור של 1% ל-2%. במחצית השנה הראשונה של שנת 2011 החיש בנק ישראל את קצב העלאת הריבית עד ל-3.25% ולאחר מכן הפחית, החל מחודש ספטמבר, עד ל-2.75% בחודש דצמבר 2011. בשנת 2012 המשיך בנק ישראל בהורדת הריבית עד לשיעור של 2.00% בתום שנה זו. לחודש ינואר 2013 צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על כ-1.75%. שיעור האינפלציה הסתכם בשנת 2011 ב-2.5% ובשנת 2012 ב-1.6% וצפוי לעמוד על כ-1.8% בשנת 2013.

4.2 התעשייה בישראל⁶

הייצור התעשייתי הינו נדבך מרכזי בפעילות המשק ומהווה מנוע צמיחה חשוב ומקור מרכזי למטבע חוץ. פתיחת המשק ליבוא מתחרה לאורך השנים לחצה להצטמצמות התעשייה, אך במקביל הובילה להתייעלותה. המשך תהליך זה הינו חשוב, שכן עלייה בפריון העובדים בתעשייה משחררת עובדים לעבודה בענפים אחרים במשק ולהמשך הצמיחה.

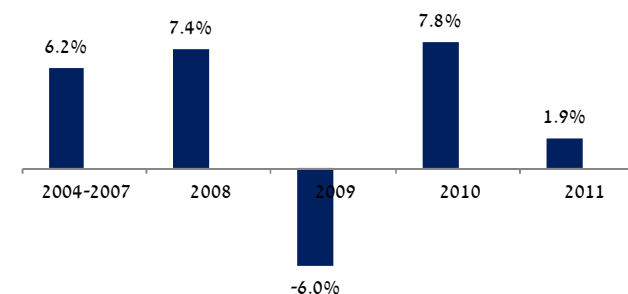
בשנת 2011 עלה הייצור התעשייתי בכ-2%; ללא ענף הכימיה, אשר רמת ייצורו תנודתית, צמח הייצור התעשייתי בשנה זו בכ-3.7%, שיעור הדומה לזה של שנת 2010, אך נמוך מהשיעור הממוצע בשנים 2004-2007. הצמיחה

⁶ מקור: דו"ח בנק ישראל לשנת 2011, פרק ענף התעשייה.



לגידול הנרחב של ההשקעות בתעשייה תרמו ריבית נמוכה ורמתו המיוספת של השקל, אשר הוזילו את יבוא המכונות. כך, לצד השקעות מסיביות בענף הרכיבים האלקטרוניים אשר כללו השקעה של חברת אינטל בקו ייצור חדש, ובענף הכרייה והחציבה, בעיקר השקעות הקשורות בחיפושי גז טבעי ובבניית תשתיות לשימוש במאגרי גז שכבר נתגלו, נרשמו השנה השקעות גבוהות במרבית ענפי התעשייה. רמתן הגבוהה של ההשקעות יחד עם עלייה איטית של מספר השכירים המועסקים בתעשייה, התבטאו בגידול משמעותי של מלאי ההון לעובד. גידולו המהיר נמשך מאז 2008 (למעט בשנת 2010), לאחר שהואט בשנים 2004-2007, בשל ניצולת נמוכה של מלאי ההון בעת היציאה מהמיתון של השנים 2001-2003.

האיטית של הייצור התעשייתי מבטאת שילוב של האטה בביקושים העולמיים, תנאי רקע פחות נוחים כגון ייסוף שער חליפין והרעה בתנאי הסחר, וכן ירידה בייצור ענפי הכימיה והרכיבים האלקטרוניים. להלן גרף המתאר את התפתחות צמיחת הייצור התעשייתי בשנים 2004-2011 (באחוזים):



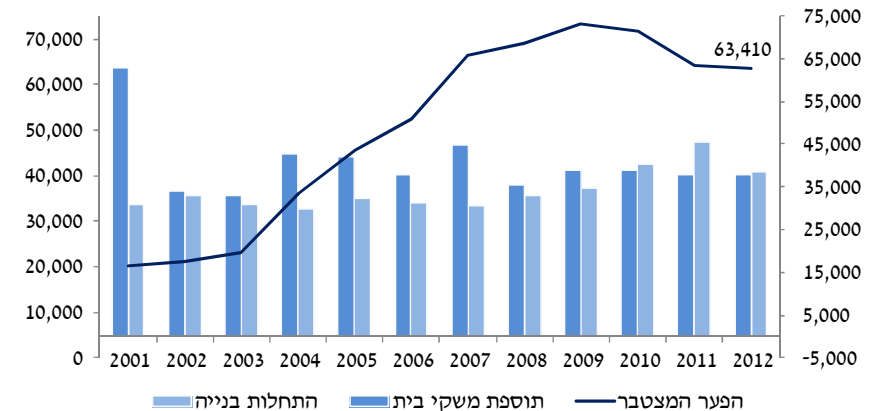
המשבר הפיננסי אשר פרץ בשנת 2008 העלה את פרמיית הסיכון ואת עלות גיוס ההון להשקעות ארוכות טווח בתעשייה. המשבר באירופה, אשר התעצם בשנת 2011, החמיר את המצב והמשיך להקשות על גיוס ההון להשקעות. על אף זאת, חלה עלייה במלאי ההון לעובד בתעשייה בשנה זו וכן עלייה ברמת ההשקעות בתעשייה ומשקל ההשקעות בתוצר התעשייה הגיע לרמה של 21%.

להלן גרף המתאר את התפתחות שיעור ההשקעה בתוצר התעשייה בשנים 2004-2011 (מוצג באחוזים):

4.3 ענף הבנייה בישראל⁷

התפתחות בענף הבנייה בישראל הנה רלוונטית הן לקבוצת צמת והן לקבוצת פלסים. ענף הבנייה והתשתיות כולל בתוכו שלוש קבוצות מרכזיות: בנייה למגורים, בנייה שלא למגורים (נדל"ן מניב, שטחי מסחר ועוד) ותשתיות. בשלוש השנים האחרונות התאפיין שוק הדיור במצוקת הדיור ועלייה משמעותית במחירי הדירות, אשר עלו בשיעור קרוב ל-50% בין השנים 2008-2010. מצוקת הדיור נובעת בעיקרה מגידול במשקי הבית אל מול התחלות הבנייה החדשות, שאינן גדלו בשיעור מספק.

להלן גרף המציג את היקף התחלות הבנייה מול תוספת משקי הבית והפער המצטבר נטו בין התחלות בנייה למשקי הבית לשנים 2001-2012 (מוצג ביחידות):



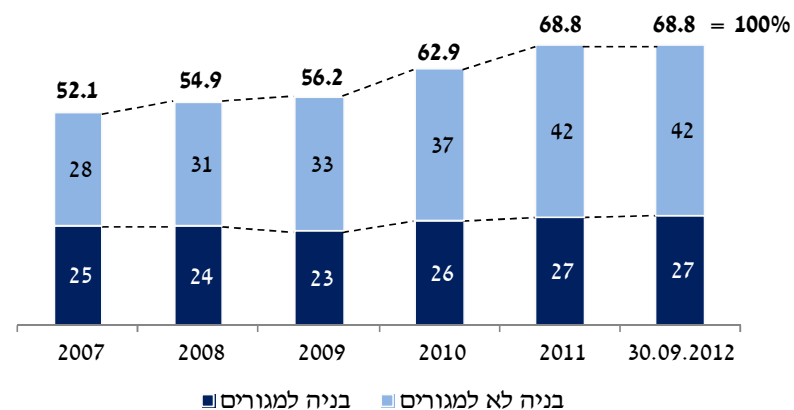
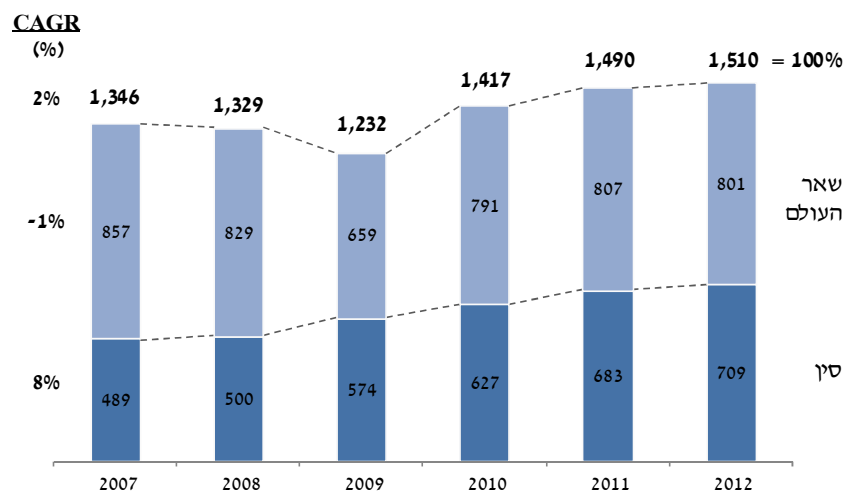
בשנים 2009 עד 2011 ניכרת עלייה בהתחלות בנייה בישראל בשיעור שנתי ממוצע של כ-11%. בשנת 2011 התחלות הבנייה הגיעו לכ-45.6 אלף דירות

⁷ מקור: ענף הבנייה בישראל (ניתוח כלכלי לרבעון שלישי), משרד הבינוי והשיכון; http://www.moch.gov.il/meyda_statisti/heitsa_shuk_hadiyur/Pages/hashkaot_babe למ"ס; niyya.aspx#govxparagraphtitle8

בשנה. היקף התחלות הבנייה בשנים האחרונות גבוה יותר משנים הקודמות ונובע, בין היתר, מהגידול בביקוש, מריבית נמוכה ומצמצום ההיצע של דירות חדשות. עם זאת, התחלות הבנייה אינן מדביקות את הפער בגידול משקי הבית והביקוש עולה על ההיצע. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012 החלה בניית 28,130 יחידות דיור, ירידה של כ-20% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. הנתונים לחודשים האחרונים מלמדים על בלימת מגמת הגידול בהתחלות הבנייה שהחלה בשנת 2008.

היקף ההשקעות בענף הבנייה בשלושה הרבעונים הראשונים של שנת 2012 היה כ-68.8 מיליארד ש"ח (8.9% מהתמ"ג). גידול ריאלי של כ-8% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. שיעור זה נמצא במגמת עלייה מאז שנת 2005, אז עמד על כ-7.5%. הגידול במשקל ענף הבנייה בהשוואה לסך התוצר מבטא במיוחד את הגידול בהתחלות הבנייה למגורים בשנים האחרונות. בשנים האחרונות חל גידול ריאלי מתמשך בהיקף ההשקעות בענף הבנייה שהסתכם בשיעור מצטבר של כ-44% בשנים 2008-2012. היקף ההשקעות בבנייה למגורים הגיע ל-41.7 מיליארד ש"ח (כ-62% מס ההשקעות בבנייה) בשלושת הרבעונים הראשונים של 2012, גבוה יותר ב-7% מהתקופה המקבילה אשתקד. להלן גרף המציג את ההשקעות בבנייה לפי מגזרים לשנים 2007-2011 וליום 30.09.2012 (מוצג במיליארד ש"ח וכאחוז מסך ההשקעה):

להלן גרף המתאר את היקפי ייצור הפלדה של סין ושאר מדינות העולם לשנים 2007-2012 (מוצג במיליוני טון)⁸:



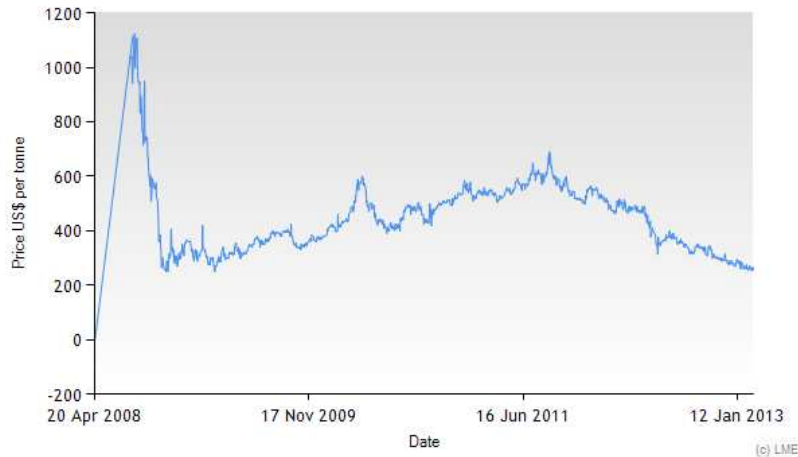
4.4 ענף המתכות

פלדה הינה חומר הגלם העיקרי הנרכש על ידי קבוצת צמת. הפלדה נרכשת בצורת גלילי - פלדה, כאשר רוחב גליל הפלדה מותאם לקטרים המתוכננים לייצור. תעשיית הפלדה מתאפיינת בטכנולוגיית ייצור מתקדמת, בציד מודרני, ובמרכיב הולך וגדל של הון אנושי גבוה. תוצר הפלדה הגולמי העולמי הסתכם בשנת 2012 בכ- 1,510 מיליון טון. בשש השנים האחרונות גדל תוצר הפלדה העולמי בשיעור שנתי ממוצע של כ- 2%. הצמיחה בתוצר נבעה מהצמיחה בתוצר פלדה בסין, היצרנית הגדולה בעולם, אשר צמח בשיעור שנתי ממוצע של כ- 8% כאשר בשאר מדינות העולם קטן התוצר בשיעור שנתי ממוצע של כ- 1%. יצוין כי בתקופה זו, בין השנים 2007-2012, הפכה סין לשחקן ייצור משמעותי יותר וחלקה מסך תוצר הפלדה העולמי גדל מ- 36% ל- 47% באותן השנים.

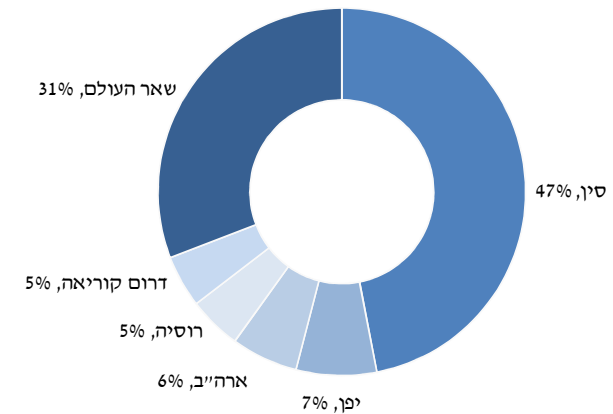
⁸ מקור: "Crude Steel Production", World Steel Association.

והפלדה. בשנת 2012 מחירי האבץ היו יציבים בעוד שמחירי הפלדה היו מצויים במגמת ירידה, הנמשכת עד עצם יום זה.

להלן גרף המתאר את מחירי הפלדה לתקופה 04/2008-01/2013 (מוצג בדולר פר טון)⁹:



להלן גרף המתאר את התפלגות ייצור הפלדה לפי יצרנים גדולים בשנת 2012 (מוצג כאחוז מסך הייצור):



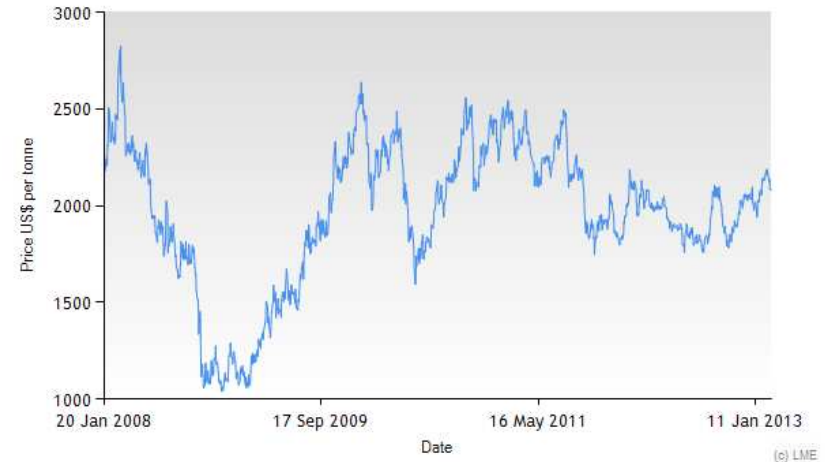
5 היצרניות הפלדה הגדולות ביותר בעולם הינן סין עם כ- 47% מסך הייצור, יפן עם כ- 7%, ארה"ב עם כ- 6%, דרום קוריאה ורוסיה עם כ- 5% כל אחת.

החל משנת 2007 חלה מגמת עליה במחירי הסחורות, בכלל, ומחירי הפלדה ואבץ, בפרט שהגיעה לשיאה באמצע שנת 2008. הסיבה העיקרית לעליה זו נעוצה בצמיחה המהירה של הכלכלה במדינות הגדולות במזרח ומחסור בכושר יצור עולמי.

החל מהמחצית השנייה של שנת 2008 ועד לרבעון הראשון של שנת 2009 חלה ירידה דרסטית במחירי הפלדה ואבץ, הנובעת בין היתר, מהמיתון והמשבר הכלכלי העולמי. אך, החל מהרבעון השני של 2009, חלה מגמת עלייה במחירי האבץ והפלדה (עליה בשיעור של כ- 50% לעומת מחירי הפלדה ברבעון הראשון של שנת 2009) אשר נמשכה גם לאורך שנת 2010. בשנת 2011 מחירי הסחורות העולמיות החלו לרדת, אשר השפיע באופן ישיר על מחירי האבץ

⁹ מקור: <http://www.lme.com/en-gb/metals/steel-billet/#tab2>

להלן גרף המתאר את מחירי האבץ לתקופה של 02/2008-02-2013 (מוצג בדולר פר טון)¹⁰:



4.5 שוק הפלדה בישראל

שוק הפלדה בארץ נחלק לשני מרכיבים מרכזיים: (1) יבואנים-יצרנים, המעבירים את רוב הסחורה עיבוד כזה או אחר, (2) יצרנים, אשר צורכים פלדה לייצור מוצרים מוגמרים. היבואנים-יצרנים מוכרים את הסחורה ליצרנים וקיימת תלות ישירה בין השניים. השוק מתאפיין בתחרות קשה, כשגם לשחקנים הקטנים השפעה על המחירים בשוק. המשבר הכלכלי במשך פקד את מגזר יצרני המתכת בעוצמה רבה ומוצא את ביטויו בקיטון מתמשך במספר המפעלים, במצבת המועסקים, ובשיעור הפדיון בשנים האחרונות.

¹⁰ מקור: <http://www.lme.com/metals/non-ferrous/zinc/#tab2>

יצרני הפלדה הרגילה עוסקים בעיקר במכירה לשוק המקומי וסך היצוא שלהם קטן באופן יחסי בהשוואה לחברות העוסקות בפלדות לשימושים ספציפיים. חברות אלו מתרכזות ביצוא, כשהבולטות בהן הן החברות ישקר ותע"ש הנהנות מיתרונות בידע ובטכנולוגיה לעומת המתחרים בעולם. שוק הפלדה תלוי במידה רבה במדיניות הממשלתית ובאקלים המדיני השורר בארץ. עתידו תלוי במידה רבה בתהליכים המדיניים ובמדיניות הכלכלית שתתווה הממשלה בשנים הבאות, היות ואין ערובה לכך שמחירי הפלדה ימשיכו את מגמת העלייה שמאפיינת אותם החל ממצאת 2009.

4.5.1 תחום צנרת הפלדה¹¹

קבוצת צמת פועלת בתחום הצינורות אשר מושפע מרמת הפעילות בתחומי התשתיות, הבניה והתעשייה. היקפי מכירות קבוצת צמת מושפעים מהשקעות הממשלה בתשתיות מים, ביוב, דלק וגז.

בהתאם לתכנית אב ארצית ארוכת טווח למשך המים שפורסמה באוגוסט 2012 על ידי רשות המים (להלן: "תכנית האב"), היקף ההשקעה הכספי של פרויקטי המים הצפויים בעשור הקרוב נאמדים בכ- 5 מיליארד ש"ח לשנה. על פי הערכת קבוצת צמת, מתוך סכום זה יופנו כ- 400 מיליון ש"ח לשנה לתחום צנרת הפלדה.

כפועל יוצא של תכנית האב, ועל מנת לתת מענה לצורכי משק המים גם בטווח הקצר, גיבשה "מקורות" תוכנית חמש-שנתית לפיתוח משק המים בישראל – תוכנית שאושרה על ידי רשות המים. במסגרת תוכנית זו אמורה לבצע מקורות פרויקטי תשתית רבים וגדולים ובכללם: שינוי ושדרוג מתווה המוביל

¹¹ מקור: דו"ח כספי של החברה לשנת 2012

הארצי, הקמת קו הולכת מים חמישי לירושלים, חיבור מתקני התפלה למערכת הארצית ופיתוח הנגב. היקפה הכספי הכולל של תוכנית החומש של מקורות הינו כ- 6 מיליארד ש"ח. ביטוי לתנופה בנושא ניתן לראות בהיקף הגידול בתוכניות ובתקציבי הפיתוח של "מקורות" בשנת 2012 שעמדו על סך של כ- 1.2 מיליארד ש"ח, לעומת ממוצע שנתי של כ- 800 מיליון ש"ח בשנים קודמות. להערכת קבוצת צמת, מרכיב ההשקעה בצנרת פלדה מסך תוכנית החומש הינו בשיעור של כ- 15%.

4.6 תחרות

4.6.1 תחום צינורות הפלדה

קבוצת צמת הינה הגורם המרכזי העוסק בתחום ציפוי ועטיפת צינורות פלדה. קיימות שתי חברות מתחרות נוספות בעלות היקף פעילות מצומצם יחסית. כמו כן, בשנים האחרונות ניכרת מגמה של כניסת יצרני צינורות זרים לשוק הצינורות בארץ ופעילות ייבוא של צינורות בקטרים שונים ומסוגים שונים, הן להולכת מים וביוב והן להולכת דלק וגז, בעטיפה מלאה או חלקית. היבוא מתבצע בעיקר מתורכיה. להערכת קבוצת צמת, נתח השוק שלה מוערך בכ- 50%. להלן רשימת המתחרים העיקריים:

- **אברות תעשיות** (להלן: "אברות") – הינה חברה מקומית המתחרה בקבוצת צמת בשיווק צינורות בקוטר של עד 40 אינטש. עד לקוטר של 24 אינטש מייבאת אברות צינורות חשופים ומבצעת במפעלה ציפוי פנימי ועטיפה חיצונית. בקטרים העולים על 24 אינטש מייבאת אברות צינורות עטופים בפוליאאתילן שחול ומבצעת רק את מרכיב הציפוי הפנימי.

- **ייבוא מתחרה** – קיימת פעילות ייבוא (על ידי לקוחות קצה ויבואנים שונים) של צינורות בקטרים שונים ומסוגים שונים, הן להולכת מים וביוב והן להולכת דלק וגז, בעטיפה מלאה או חלקית. היבוא מתבצע בעיקר מתורכיה.
- **XPC** – חברה מקומית המתמחה במכירת צינורות בקטרים עד לקוטר של 12 אינטש לשוק המים והביוב. קבוצת צמת מייבאת או קונה בשוק המקומי צינורות חשופים ומבצעת בחצריה ציפוי פנימי ועטיפה חיצונית.
- **מוצרי פלסטיק גולן** – חברה מקומית מקיבוץ שער הגולן, המייצרת צינורות מפוליאאתילן, המכונים צינורות פקס. צינורות הפקס בקטרים 2 עד 16 אינטש מתחרים במוצרי קבוצת צמת, כאמור בתחום המים והביוב. צינורות הפקס נרכשים בעיקר בדרום הארץ, שם קיימים אזורים בהם הקרקע קורוזיבית במיוחד.
- **פיברטק** – חברה מקומית המייצרת צינורות מפוליאסטר קשיח, בקטרים שבין 6 ל- 100 אינטש, המתאימים להולכת מים וביוב.
- **פקר ידפו** – העוסקת בייצור ומתן פתרונות למשתמשי הצנרת והקונסטרוקציה, פקר מייצרת במפעלה שבקרית מלאכי ובאזור התעשייה ברקן צינורות פלדה בקטרים של עד 10 אינטש.

פרק 5 מתודולוגיה

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

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

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

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

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

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

היות ופעילות של כל חברה זוהתה כיחידה מניבה-מזומנים הקטנה ביותר אליה ניתן להקצות את המוניטין והיות ולא קיים בסיס לאומדן מהימן של התמורה שתקבל ממכירת החברות בעסקה בתום לב בין קונה מרצון למוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת, לא ניתן לקבוע את השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה של כל חברה, לפיכך, הסכום בר-ההשבה של כל אחת מהן יהיה שווי השימוש שלה.

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

- (א) אמידת תזרימי המזומנים העתידיים, הן החיוביים והן השליליים, שינבעו משימוש מתמשך בכל יחידה מניבה-מזומנים וממימושה הסופי, וכן
- (ב) יישום שיעור ניכיון מתאים לתזרימי מזומנים עתידיים אלו.

במידת שווי השימוש יושמו הוראות התקן הבאות:

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

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

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

תחזיות תזרימי המזומנים העתידיים כוללות:

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

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

(ג) תזרימי מזומנים נטו, שיתקבלו או ישולמו במימוש כל אחת מהיחידות מניבות-מזומנים בתום תקופת החיים השימושיים שלהן.

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

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

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

לצורך היוון תזרימי המזומנים של שתי יחידות מניבות-מזומנים נעשה שימוש בשיעור ניכיון לפני מס, המשקף הערכות שוק של ערך הזמן של הכסף ואת הסיכונים הספציפיים של כל יחידה מניבה-מזומנים. שיעור זה נאמד על פי ממוצע משוקלל של עלות ההון (Weighted Average Cost of Capital) של כל יחידה מניבה-מזומנים בנפרד.

5.2 שיטת ההערכה

לצורך בחינת שווי השימוש נקטנו בשיטת היוון זרמי המזומנים:

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

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

5.3 עקרונות ההערכה

להלן שלבי ההערכה:

- ניתוח שווקי המכירות של קבוצת צמת;
- חיזוי ההכנסות;
- ניתוח מבנה ההוצאות, וחיזוי ההוצאות הנדרשות להשגת ההכנסות;

○ חיזוי ההשקעות הנדרשות בתקופת הבדיקה;

○ בניית דוחות כספיים חזויים (דוחות רווח והפסד, דוחות מאזן ותזרימי מזומנים);

○ חישוב השווי הכלכלי של כל חברה על ידי היוון תזרים המזומנים התפעולי (לאחר נטרול שינוי בהון חוזר תפעולי) ותזרים ההשקעות, תוך שימוש במחיר הון משוקלל המותאם לסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בפעילותן של החברות.

5.4 שיעור ההיוון

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

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

כאשר:

- WACC - שיעור התשואה המשוקלל הנדרש על ידי בעלי המניות;

- K_d - שיעור התשואה על החוב;

- $D/(E+D)$ - שיעור החוב מסך הנכסים;

- Ke שיעור התשואה על ההון העצמי ;

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

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

$$Ke = R_f + \beta * (R_m - R_f) + R_s$$

כאשר :

-Rf ריבית חסרת סיכון. ריבית זו נקבעה על בסיס התשואה של אג"ח צמודת מדד בעלות מח"מ של כ-10 שנים.

-(Rm-Rf) פרמיית הסיכון הממוצעת בשוק, הנדרשת על ידי משקיע בינלאומי הפועל בישראל¹².

-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.

ה-β נוטה להיות גבוהה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של צמת גבוה יותר. בזמן אמידת ה-β¹³ בעזרת השוואה לחברות אחרות, יש לתקן את ה-β והתאמתה לרמת המינוף הפיננסי של קבוצת צמת וקבוצת פלסים. דבר זה נעשה על ידי ניכוי השפעת המינוף הפיננסי של ה-β בשלב הראשון, כלומר חישוב ה-β התפעולית, וחישוב דרגת המינוף הספציפית של צמת, בשלב השני. הקשר בין ה-β התפעולית ל-β הכוללת את השפעת המינוף הפיננסי הוא: $\beta_i = \beta_u [1 + (1 - T)(D/E)]$ כאשר E – שווי החברה, D – שווי ההון הזר, T – שיעור המס, β_u – β התפעולית ואילו β_i הנה ה-β הכוללת את השפעת המינוף הפיננסי¹⁴. היות ואין די סחירות במניית החברה, לקחנו את ממוצע β הלא ממונפת של חברות דומות הנסחרות בארץ ובחוו"ל לכל אחת מהחברות הבנות. על בסיס זה חישבנו את ה-β הממונפת של קבוצת צמת וקבוצת פלסים.

-R_s

שיעור תשואה נוסף, המיוחס לכל אחת מהקבוצות ומשקף סיכונים ספציפיים כגון העדר סחירות, חברה קטנה וכד'.

¹³ ה-β מחושבת על פי רגרסיות של חברות ציבוריות מול תשואת תיק השוק בחישוב חודשי ביחס לשערי המניות בחמש השנים שקדמו למועד עבודתנו.
¹⁴ לפירוט ראה משה בן חורין "שוק ההון וניירות הערך", (פרק 18).

¹² מקור : Aswath Damodaran

בהתאם לפרמטרים אלו מחיר ההון שנקבע עבור קבוצת צמת הינו 12.9% כמפורט להלן:

1.43%	שיעור ריבית חסרת סיכון ¹⁶
1.22	ביתא ¹⁷
7.08%	פרמיית השוק (Rm-Rf) ¹⁸
8.00%	פרמיית סיכון נוספת ¹⁹
18.1%	מחיר ההון (Ke)
35.0%	שיעור החוב ²⁰
25.0%	שיעור מגן המס לטווח ארוך ²¹
4.5%	מחיר החוב המייצג ²²
12.9%	מחיר ההון המשוקלל (WACC)

בעזרת נוסחת "חתימה למטרה" חישבנו את שיעור ההיוון לפני מס אשר נאמד בכ-17%.

נתונים ומחקרים אמפיריים מראים כי משקיעים דורשים פרמיית סיכון נוספת בגין השקעתם בחברות המבטאת את הפרמטרים השונים של השקעתם¹⁵. פרמיה זו נאמדה על ידנו ב-8% המשקף גודל חברה ותלות במקורות.

להלן טבלה המציגה את חברות המדגם:

שם החברה	ביתא לא ממונפת
גולן פלסטיק	1.1
חד אסף תעשיות	0.7
פלסאון	0.9
סקופ	0.8
צינורות המזה"ת	0.9
ממוצע	0.9

¹⁶ מקור: גליל 5904.

¹⁷ חושב על בסיס שערי המניה על פני חמש שנים בחתך חודשי.

¹⁸ מקור: Aswath Damodaroan

¹⁹ מקור: משה בן חורין, "שוק ההון וניירות הערך" (פרק 1) ו- Ibbotson Associates, Inc.

²⁰ Valuation Edition Yearbook [2012].

²¹ שיעור החוב של החברה וחברות המדגם.

²² שיעור המס האפקטיבי לטווח ארוך.

²² מחיר החוב הריאלי של צמת.

¹⁵ מקור: משה בן חורין, "שוק ההון וניירות הערך" (פרק 1) ו- Ibbotson Associates, Inc. Valuation Edition Yearbook [2012].

פרק 6

תוצאות עסקיות

6.1 סיכום תוצאות עסקיות של קבוצת צמת

להלן תמצית דו"חות רווח והפסד של קבוצת צמת, לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות)²³:

	דוח רווח והפסד באש"ח			דוח רווח והפסד באש"ח			
	2012	2011	2010	2012	2011	2010	
הכנסות	100.0%	100.0%	100.0%	272,130	298,727	260,744	
עלות מכר	82.7%	85.5%	85.5%	225,166	255,450	222,896	
רווח גולמי	17.3%	14.5%	14.5%	46,964	43,277	37,848	
הוצאות מכירה ושיווק	1.5%	3.7%	2.9%	4,028	10,964	7,585	
הוצאות הנהלה וכלליות	6.1%	6.7%	7.9%	16,630	20,014	20,646	
הוצאות מחקר ופיתוח	0.0%	0.3%	0.2%	111	763	519	
רווח תפעולי	9.6%	3.9%	3.5%	26,195	11,536	9,098	
הכנסות שכ"ד מצד לא קשור	0.3%	0.3%	0.3%	794	780	751	
הוצאות מימון ואחרות	3.0%	4.5%	1.7%	8,255	13,420	4,468	
רווח (הפסד) לפני מס	6.9%	-0.4%	2.1%	18,734	(1,104)	5,381	
הוצאות מס	1.9%	0.0%	0.4%	5,116	127	1,046	
רווח (הפסד) נקי	5.0%	-0.4%	1.7%	13,618	(1,231)	4,335	

²³ מקור: דו"חות כספיים מבוקרים לשנים 2010-2011 של צמ"ת תעשיות, צמ"ת גלון, צמ"ת מזה"ת (סולו), ונתונים לא מבוקרים לשנת 2012.

להלן ניתוח דו"ח רווח והפסד של קבוצת צמת:

הכנסות של קבוצת צמת כוללות הכנסות מייצור ושיווק צינורות פלדה, שיווק יריעות פלסטיות, שירותי גלון והשכרת שטחים.

א. מכירות

החברה (סולו)

בבעלות החברה מקרקעין הכולל אתרים בצריפים ובעכו המוכרים לחברות הבת וגם לצד ג'. היות ובהערכת השווי הוצאות החכירה של חברות הבת נלקחו בתחשיב כללנו גם הכנסות מנכס זה ברווחיות התפעולית של קבוצת צמת. בנוסף, החברה משכירה שטחים מקורים בהיקף מצומצם באתר עכו לצד ג'. הכנסותיה מפעילות זו הסתכמו בכ- 794 אלפי ש"ח בשנת 2012, בכ- 780 אלפי ש"ח בשנת 2011 ובכ- 751 אלפי ש"ח בשנת 2010. הכנסות אלו נוטרלו על ידינו היות ואינן תפעוליות.

לחברה פעילות מסחרית בתחום שיווק יריעות פלסטיות אשר נשענת על פלטפורמת שיווק קיימת של צמת תעשיות. אי לכך, הכנסות אלו והוצאות בגין מפורטות בצמת תעשיות.

צמת תעשיות

להלן טבלה המציגה את הכנסות צמת תעשיות לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2012	2011	2010
צינורות שוק מקומי	217,650	209,903	184,573
% צמיחה	3.7%	13.7%	-9.7%
צינורות יצוא	-	38,041	27,894
% צמיחה	-100.0%	36.4%	-
יריעות	4,206	3,818	2,784
% צמיחה	10.2%	37.1%	-20.0%
סה"כ מכירות	221,856	251,762	215,251
% צמיחה	-11.9%	17.0%	3.0%

כאמור, הכנסות צמת תעשיות מושפעות מרמת הפעילות בתחומי התשתית, הבניה והתעשייה וממחירי הפלדה בעולם. היקפי מכירות של צמת תעשיות מושפעים, מהשקעות הממשלה בתשתיות מים, ביוב דלק וגז. כתוצאה מכך, שינוי בהיקפי הרכישות של מוצרי צמת תעשיות על-ידי מקורות, נתיבי הגז, תשתיות נפט ואנרגיה ולקוחות אחרים הרוכשים צנרת לתשתית מים וביוב עלול להשפיע בצורה מהותית על רווחיות צמת תעשיות.

סך הכנסותיה של צמת תעשיות הסתכם בכ- 221.9 מיליון ש"ח בשנת 2012, קיטון של כ- 11.9% ביחס לשנת 2011 אשר נובע מהפסקת פעילות היצוא ללקוח בארה"ב, ואילו היקף הפעילות בשוק המקומי גדל בשיעור של כ- 3.7%. בשנת 2011 סך הכנסות עמד על כ- 251.7 מיליון ש"ח (גידול של כ- 17%) ובשנת 2010 על כ- 215 מיליון ש"ח.

שוק מקומי

בשלוש השנים האחרונות הכנסות צמת תעשיות בתחום זה נמצאות במגמת עלייה. סך ההכנסות לשוק המקומי הסתכם בכ- 217.7 מיליון ש"ח בשנת 2012, גידול של כ- 3.7% בהשוואה לשנת 2011. בשנת 2011 הכנסות אלו עמדו על כ- 209.9 מיליון ש"ח, גידול של כ- 13.7% ואילו בשנת 2010 על כ- 184.6 מיליון ש"ח.

צמת תעשיות משוקת את מוצריה ללקוחות מוסדיים (70.7% מסך ההכנסות), סיטונאים (16.5% מסך ההכנסות) וללקוחות קצה (12.8%).

לצמת תעשיות שני לקוחות מהותיים המהווים יחד כ- 78% מסך הכנסותיה:

- חברת מקורות מהווה כ- 69% מסך ההכנסות ולה השפעה מהותית על היקף ההכנסות של צמת תעשיות.
- בית מסחר המוכר את מוצרי צמת תעשיות ללקוחות קצה ומהווה כ- 8.7% מסך ההכנסות.

יצוא

כחלק מהאסטרטגיה להקטין את התלות בשוק המקומי, החלה צמת תעשיות לייצא את מוצריה ללקוח בארה"ב. עקב רווחיות גולמית נמוכה בפעילות היצוא, החליטה צמת תעשיות להפסיק את פעילותה בתחום זה החל משנת 2012.

צמת גלון

להלן טבלה המציגה את הכנסות צמת גלון לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2012	2011	2010
גילון	36,945	34,506	32,572
% צמיחה	7.1%	5.9%	-4.5%

מרבית מכירותיה של צמת גלון הינן בעלות אופי פרויקטאלי. לפיכך, בשנה מסוימת יתכן היקף נרחב של פרויקטים ובשנה עוקבת היקף מצומצם של פרויקטים.

בשנים 2010-2012 גדלו הכנסותיה של צמת גלון בשיעור שנתי ממוצע של כ- 3%. בשנת 2012 הכנסות צמת גלון עמדו על כ- 36.9 מיליון ש"ח (גידול של כ- 7.1%) ועל כ- 34.5 מיליון ש"ח וכ- 32.6 מיליון ש"ח בשנים 2011 ו- 2010, בהתאמה.

ב. רווח גולמי

צמת תעשיות

להלן טבלה המציגה את הרכב עלות המכר של צמת תעשיות לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2012	2011	2010
קניית צינורות	126,302	151,615	128,239
% מסה"כ ההכנסות צנורות	58.0%	61.1%	60.4%
קניית יריעות	2,481	2,194	1,854
% מסה"כ ההכנסות מיריעות	59.0%	57.5%	66.6%
משכורות ונלוות	31,280	35,948	29,251
% מסה"כ ההכנסות	14.1%	14.3%	13.6%
דמי שכירות	12,002	11,241	11,907
% מסה"כ ההכנסות	5.4%	4.5%	5.5%
הוצאות אחרות	12,962	15,702	12,512
% מסה"כ ההכנסות	5.8%	6.2%	5.8%
פחת	6,788	6,852	7,525
% מסה"כ ההכנסות	3.1%	2.7%	3.5%
סה"כ	191,815	223,552	191,288
% מסה"כ ההכנסות	86.5%	88.8%	88.9%

כפי שניתן לראות:

- שיעור הקניות בצמת תעשיות הנו מהותי ומהווה כ- 58.0% ממכיר המכירה וכ- 65.6% מסך עלות המכר בשנת 2012. בשנים 2011 ו- 2010 שיעור הקניות היה גבוה יותר ועמד על כ- 61.4% ו- 60.4%, בהתאמה. כמפורט לעיל, חומרי הגלם העיקריים של צמת תעשיות הן פלדה ואבץ אשר מחיריהם מושפעים מתנודתיות במחירי חומרי גלם אלו הנקבעים בבורסה למתכות (לפרוט ראה סעיף 4.4 לעיל);

בשנים 2011 ו-2010 הרווח הגולמי עמד על 28.2 מיליון ש"ח ו-23.9 מיליון ש"ח, בהתאמה, והיווה במוצע כ-11.1% מסך ההכנסות.

צמת גלון

להלן טבלה המציגה את הרכב עלות המכר של צמת גלון לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2012	2011	2010
קניית	15,352	15,749	16,046
% מסה"כ ההכנסות	41.6%	45.6%	49.3%
משכורות ונלוות	5,535	5,204	5,118
% מסה"כ ההכנסות	15.0%	15.1%	15.7%
הוצאות שכ"ד	1,327	1,303	1,261
% מסה"כ ההכנסות	3.6%	3.8%	3.9%
הוצאות אחרות	6,425	5,995	5,573
% מסה"כ ההכנסות	17.4%	17.4%	17.1%
פחת	2,801	1,916	1,771
% מסה"כ ההכנסות	7.6%	5.6%	5.4%
סה"כ	31,440	30,167	29,769
% מסה"כ ההכנסות	85.1%	87.4%	91.4%

כפי שניתן לראות:

- בשנים 2010-2012 קיים קיטון בשיעור הקניית מסך ההכנסות מ-49.3% בשנת 2010 לכ-41.6% בשנת 2012. בשנת 2012 הייתה ירידה משמעותית בשיעור הקניית וזאת בעיקר מהתייעלות צמת גלון בצריכת אבץ;
- הוצאות שכר בייצור הינן יציבות לאורך התקופה ועומדות במוצע על כ-5.3 מיליון ש"ח בשנה ומהוות במוצע כ-15.3% מסך ההכנסות;

- שיעור הקניית ביריעות עמד על ממוצע של כ-58.2% בשנים 2012 ו-2011;
- הוצאות שכר בייצור עמדו על כ-31.3 מיליון ש"ח בשנת 2012 לעומת 35.9 מיליון ש"ח ו-29.8 מיליון ש"ח בשנים 2011 ו-2010, בהתאמה. יצוין כי הוצאות שכר מסך ההכנסות הינן יציבות לאורך התקופה ועומדות על ממוצע של כ-14%;
- הוצאות שכ"ד בגין מרכיב הייצור עומדות על כ-12 מיליון ש"ח בשנה;
- הוצאות אחרות כוללות בעיקר הוצאות אנרגיה, אחזקה, ביטוח, ארנונה והוצאות אחרות. סך הוצאות אלו עמד על כ-12.9 מיליון ש"ח ו-12.5 מיליון ש"ח בשנים 2012 ו-2010, בהתאמה. בשנת 2011 סך הוצאות אלו היה גבוה יותר (כ-15.7 מיליון ש"ח) מאחר ונוצרו הוצאות חריגות (באחזקה ותיקונים, ניקיון ופינוי פסולת, הוצאות אנרגיה והוצאות קבלני חוץ) בגין ייצור צינורות פלדה לללקוח בארה"ב ובגין התחלת ייצור צינורות 100 אינטש.

להלן טבלה המציגה את הרווח הגולמי של צמת תעשיות לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2012	2011	2010
רווח גולמי	30,041	28,210	23,963
% מסה"כ ההכנסות	13.5%	11.2%	11.1%

למרות הקיטון בסך ההכנסות של צמת תעשיות, היה גידול ברווח הגולמי במונחים כספיים וגם כאחוז מסך ההכנסות והוא עמד על כ-30 מיליון ש"ח בשנת 2012 (כ-13.5% מסך ההכנסות). כאמור, הגידול ברווח הגולמי נבע מהפסקת פעילות היצוא לארה"ב אשר התאפיינה בהפסד גולמי.

ג. הוצאות שיווק ומכירה

צמת תעשיות

להלן טבלה המציגה את הרכב הוצאות שיווק ומכירה של צמת תעשיות לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2012	2011	2010
משכורות ונלוות	1,700	2,164	994
% מסה"כ ההכנסות	0.8%	0.9%	0.5%
פרסום, שיווק ועמלות	309	448	522
% מסה"כ ההכנסות	0.1%	0.2%	0.2%
אחר	670	6,954	4,530
% מסה"כ ההכנסות	0.3%	2.8%	2.1%
פחת	204	204	204
% מסה"כ ההכנסות	0.1%	0.1%	0.1%
סה"כ	2,883	9,770	6,250
% מסה"כ ההכנסות	1.3%	3.9%	2.9%

בשנת 2012 סך הוצאות שיווק ומכירה בצמת תעשיות עמד על כ- 2.9 מיליון ש"ח והיוו כ- 1.3% מסך ההכנסות. בשנים 2011 ו- 2010 הוצאות שיווק ומכירה היו גבוהות ועמדו על כ- 9.8 מיליון ש"ח וכ- 6.3 מיליון ש"ח, בהתאמה. כאמור, בעקבות פעילות היצוא לארה"ב נוצרו הוצאות הקשורות בפעילות היצוא בגובה של כ- 6.5 מיליון ש"ח וכ- 4.1 מיליון ש"ח בשנים 2011 ו- 2010.

- הוצאות שכ"ד בגין מרכיב הייצור עומדות בממוצע על כ- 1.3 מיליון ש"ח בשנה;
- הוצאות אחרות כוללות בעיקר הוצאות אנרגיה, אחזקה, ביטוח, ארנונה והוצאות אחרות. שיעור הוצאות אלו מסך ההכנסות הנו קבוע ועומד על כ- 17.4% בשנים 2011-2012.

להלן טבלה המציגה את הרווח הגולמי של צמת גלון לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2012	2011	2010
רווח גולמי	5,505	4,339	2,803
% מסה"כ ההכנסות	14.9%	12.6%	8.6%

כפי שניתן לראות, קיים גידול ברווח הגולמי של צמת גלון במונחים כספיים וגם בשיעורו מסך ההכנסות במהלך התקופה שבין 2010-2012. שיעור הרווח הגולמי בשנת 2012 הינו 14.9% ואילו בשנים 2011 ו- 2010 שיעור זה עמד על 12.6% ו- 8.6%, בהתאמה. השיפור ברווח הגולמי נובע בעיקר בגין התייעלות בצריכת אבץ ובהוצאות פינוי פסולת.

צמת גיליון

להלן טבלה המציגה את הרכב הוצאות שיווק ומכירה של צמת גלוון לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2012	2011	2010
משכורות ונלוות	277	274	387
% מסה"כ ההכנסות	0.7%	0.8%	1.2%
פרסום, שיווק ועמלות	32	43	42
% מסה"כ ההכנסות	0.1%	0.1%	0.1%
אחר	836	877	906
% מסה"כ ההכנסות	2.3%	2.5%	2.8%
סה"כ	1,145	1,194	1,335
% מסה"כ ההכנסות	3.1%	3.5%	4.1%

סך הוצאות שיווק ומכירה של צמת גלוון הינו יציב ועומד על ממוצע שנתי של כ- 1.2 מיליון ש"ח. כמו כן, ישנה ירידה בשיעור הוצאות אלו מסך ההכנסות לאורך השנים הנבחנות.

ד. הוצאות הנהלה וכלליות

להלן טבלה המציגה את הרכב הוצאות הנהלה וכלליות של קבוצת צמת לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2012	2011	2010
משכורות ונלוות	8,828	8,400	10,293
% מסה"כ ההכנסות	3.2%	2.8%	3.9%
הוצאות אחרות	5,590	8,230	7,507
% מסה"כ ההכנסות	2.0%	2.7%	2.9%
חובות מסופקים	180	965	492
% מסה"כ ההכנסות	0.1%	0.3%	0.2%
דמי ניהול	1,548	1,935	1,870
% מסה"כ ההכנסות	0.6%	0.6%	0.7%
פחת	484	484	484
% מסה"כ ההכנסות	0.2%	0.2%	0.2%
סה"כ	16,630	20,014	20,646
% מסה"כ ההכנסות	6.1%	6.7%	7.9%

בשנת 2012 סך הוצאות הנהלה וכלליות של קבוצת צמת הסתכם בכ- 16.6 מיליון ש"ח לעומת ממוצע של כ- 20.3 מיליון ש"ח בשנים 2011 ו- 2010. הירידה בהוצאות אלו נובעת מירידה של כ- 1.3 מיליון ש"ח בהוצאות מקצועיות, ירידה של כ- 785 אלפי ש"ח בחומ"ס וירידה בהוצאות אחרות.

ה. הוצאות מחקר ופיתוח

להלן טבלה המציגה את הוצאות מחקר ופיתוח של קבוצת צמת לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

2012	2011	2010	
111	763	519	הוצאות מחקר ופיתוח
0.0%	0.3%	0.2%	% מסה"כ ההכנסות

מחלקת המחקר והפיתוח של קבוצת צמת עוסקת בפרוייקט לפיתוח ציפויים לצינורות. בשנת 2012 סיימה קבוצת צמת את השלב הראשון בפיתוח ציפוי מלט צמנטי מועשר בפולימרים המיושם כיום יחד עם ניקוי פנימי בגרגרי פלדה ושכבת פריימר לצינורות 100 אינטש עבור מקורות.

ו. רווח תפעולי

להלן טבלה המציגה את הרווח התפעולי של קבוצת צמת לשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

2012	2011	2010	
26,989	12,316	9,849	רווח תפעולי
9.9%	4.1%	3.8%	% מסה"כ ההכנסות

למרות הקיטון בסך ההכנסות של קבוצת צמת (קיטון של כ- 12%), קיים גידול מהותי (יותר מפי 2) ברווח תפעולי של קבוצת צמת והוא הסתכם בכ- 27 מיליון ש"ח בשנת 2012 לעומת כ- 11 מיליון ש"ח בממוצע בשנים 2011 ו-

2010. כמו כן, קיים שיפור משמעותי בשיעור הרווח התפעולי אשר עמד על כ- 9.9% בשנת 2012 לעומת כ- 4% בשנים 2011 ו-2010, בהתאמה.

הערכת השווי בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF)

7.1. תחזית רווח והפסד

להלן מוצגת תחזית דוחות הרווח וההפסד של קבוצת צמת לשנים 2013-2017 ולשנה המייעצת, יחד עם נתוני 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

שנה מייצגת	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
	תחזית					בפועל			
הכנסות	314,123	308,648	303,277	291,039	279,369	276,872	272,130	298,727	260,744
% הצמיחה	1.8%	1.8%	4.2%	4.2%	0.9%	1.7%	-8.9%	14.6%	
עלות מכר	253,389	250,286	246,290	237,176	229,609	229,348	225,166	255,450	222,896
% מסה"כ ההכנסות	80.7%	81.1%	81.2%	81.5%	82.2%	82.8%	82.7%	85.5%	85.5%
רווח גולמי	60,734	58,362	56,987	53,862	49,760	47,524	46,964	43,277	37,848
% מסה"כ ההכנסות	19.3%	18.9%	18.8%	18.5%	17.8%	17.2%	17.3%	14.5%	14.5%
הוצאות מכירה ושיווק	4,579	4,509	4,439	4,284	4,135	4,103	4,028	10,964	7,585
% מסה"כ ההכנסות	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	3.7%	2.9%
הוצאות הנהלה וכלליות	16,232	16,093	15,956	15,637	15,327	15,260	16,630	20,014	20,646
% מסה"כ ההכנסות	5.2%	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.5%	6.1%	6.7%	7.9%
הוצאות מחקר ופיתוח	-	-	-	-	-	-	111	763	519
% מסה"כ ההכנסות	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%
רווח תפעולי	39,923	37,761	36,592	33,942	30,298	28,161	26,195	11,536	9,098
% מסה"כ ההכנסות	12.7%	12.2%	12.1%	11.7%	10.8%	10.2%	9.6%	3.9%	3.5%
EBITDA	52,688	51,474	50,284	47,615	43,951	38,950	37,440	21,768	20,127
% מסה"כ ההכנסות	16.8%	16.7%	16.6%	16.4%	15.7%	14.1%	13.8%	7.3%	7.7%

הערכת השווי של צמת יושמה על בסיס היוון זרמי המזומנים העתידי שלה (DCF). לשם כך, בנינו תרחיש הכנסות והוצאות לשנים 2013-2017 ולשנה המייעצת המסתמכים על תחזיות הנהלת צמת וכן על התאמות אשר בוצעו על ידינו.

7.1.1 תחזית הכנסות

הכנסות צמת תעשיות

להלן טבלה המציגה את תחזית ההכנסות של צמת תעשיות לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
	תחזית					בפועל		
צינורות שוק מקומי	253,725	248,750	236,905	225,624	223,632	217,650	209,903	
% צמיחה	2.0%	5.0%	5.0%	0.9%	2.7%	3.7%	13.7%	
צינורות יצוא	-	-	-	-	-	-	38,041	
% צמיחה	-	-	-	-	-	-100.0%	36.4%	
יריעות	2,179	2,179	2,179	2,179	2,179	4,206	3,818	
% צמיחה	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-48.2%	10.2%	37.1%	
סה"כ מכירות	255,904	250,929	239,084	227,803	225,811	221,856	251,762	
% צמיחה	2.0%	5.0%	5.0%	0.9%	1.8%	-11.9%	17.0%	

תחזית ההכנסות מתבססת על הפרמטרים הבאים:

- בשנת 2012 צמת תעשיות הפסיקה את פעילות הייצוא שלה ובתקופת התחזית, שנת 2014 ואילך, הכנסותיה של צמת תעשיות יהיו משיווק מוצרים בשוק המקומי ומשיווק יריעות בלבד.
- הכנסות בשוק המקומי יגדלו בכ- 2.7% ביחס לשנת 2012. נכון למועד הערכה, לצמת תעשיות צבר הזמנות בגובה 83 מיליון ש"ח לשנת 2013. על פי הערכות הנהלת צמת תעשיות, הכנסותיה של צמת תעשיות בשנת 2014 יצמחו בשיעור של 0.9% ובשיעור שנתי של כ- 5% בשנים 2015-2016, כתוצאה מהקמת קו ייצור חדש לייצור צינורות בעלי קו תפר ספיראלי.

- הכנסות מיריעות צפויות לעמוד על כ- 2.2 מיליון ש"ח בשנת 2013, קיטון של כ- 48.2% ביחס לשנת 2012. בתקופת התחזית (2014 ואילך) הונח כי הכנסות מיריעות ישארו קבועות.

- החל משנת 2017 הונח גידול של כ- 2% בשנה.

הכנסות צמת גלון

להלן טבלה המציגה את תחזית ההכנסות של צמת גלון לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
	תחזית					בפועל		
גלון	39,369	38,979	38,593	38,211	37,833	36,945	34,506	
% צמיחה	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	2.4%	7.1%	5.9%	

תחזית ההכנסות מתבססת על הפרמטרים הבאים:

- הכנסות לשנת 2013 מתבססות על תחזית ההנהלה והן צפויות לצמוח בכ- 2.4%.
- על פי תחזית צמת גלון, הכנסותיה של יגדלו בשיעור שנתי ממוצע של כ- 1% בין השנים 2013-2016. אי לכך, הונח כי הכנסות של צמת גלון יגדלו בשיעור שנתי קבוע של כ- 1% בשנה במהלך התחזית (2014 ואילך).

7.1.2 תחזית הרווח הגולמי

רווח גולמי צמת תעשיות

להלן טבלה המציגה את תחזית הרכב עלות המכר של צמת תעשיות לשנים 2011-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
	תחזית					בפועל		
קניית צינורות	143,609	140,793	134,088	128,831	128,302	126,302	151,615	
% מסה"כ ההכנסות צנורות	56.6%	56.6%	56.6%	57.1%	57.4%	58.0%	61.1%	
קניית יריעות	1,558	1,558	1,558	1,558	1,558	2,481	2,194	
% מסה"כ ההכנסות מיריעות	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%	59.0%	57.5%	
משכורות ונלוות	34,487	33,817	32,220	30,700	33,700	31,280	35,948	
% מסה"כ ההכנסות	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	14.9%	14.1%	14.3%	
דמי שכירות	12,028	12,028	12,028	12,028	12,028	12,002	11,241	
% מסה"כ ההכנסות	4.7%	4.8%	5.0%	5.3%	5.3%	5.4%	4.5%	
הוצאות אחרות	14,257	14,034	13,499	12,985	13,388	12,962	15,702	
% מסה"כ ההכנסות	5.6%	5.6%	5.6%	5.7%	5.9%	5.8%	6.2%	
פחת	10,019	10,023	10,034	10,044	7,209	6,788	6,852	
% מסה"כ ההכנסות	3.9%	4.0%	4.2%	4.4%	3.2%	3.1%	2.7%	
סה"כ	215,957	212,253	203,428	196,146	196,185	191,815	223,552	
% מסה"כ ההכנסות	84.4%	84.6%	85.1%	86.1%	86.9%	86.5%	88.8%	

תחזית ההוצאות מתבססת על הפרמטרים הבאים:

א. שנת 2013 מתבססת על תחזית ההנהלה ועל פיה היא מקצה תוספת של כ- 3 מיליון ש"ח להוצאות שכר ונלוות בגין הבאת צוות מטעם היצרנית אשר יפקח, ידריך וילווה את עובדי המפעל במהלך תקופת הפעלה ראשונה בת ששה חודשים של קו הייצור החדש. כמו כן, צפוי גידול לא מהותי (כ- 450 אלפי ש"ח) בהוצאות אחרות אשר מורכבות מעלויות משתנות (אנרגיה), עלויות מעורבות (אחזקה) והוצאות קבועות.

ב. בתקופת התחזית (שנת 2014 ואילך), חושבו מרכיבי הוצאות אלו כאחוז קבוע מההכנסות השנתיות, על בסיס נתוני צמת לשנים 2010-2012 ותקציב לשנת 2013. כידוע, סעיף זה כולל מספר סוגי הוצאות אשר מוגדרות כהוצאות קבועות, הוצאות משתנות או הוצאות מעורבות. כל סוג הוצאה נבחן בהסתמך על הרכבו ונקבע מה שיעור התאמתו לגידול בהכנסות (שנת הבסיס הינה 2013) כדלקמן:

- i. קניות צינורות – הונח קיטון הדרגתי בשיעור הקניות בשנים 2014 ו- 2015 וזאת עקב הקו החדש אשר ישפר את עלויות הייצור. לכן, שיעור זה צפוי לעמוד על כ- 56.6% בשנים 2015 ואילך ויותאם בשיעור של 100% לשיעור הגידול בהכנסות;
- ii. קניות יריעות – הנחנו ששיעור הקניות הממוצע יעמוד על 71.5% ויותאם בשיעור של 100% לשיעור הגידול בהכנסות;
- iii. שכר עבודה – הותאם בשיעור של 100%;
- iv. אחרות – הוצאות אלו מורכבות מהוצאות קבועות כגון מיסים ואגרות, ביטוחים, לכן הוצאות חרושת הותאמו על ידינו בשיעור של כ- 80% ביחס לשנת 2013.
- v. פחת – ראה סעיף 7.1.8 להלן.

להלן טבלה המציגה את תחזית הרווח הגולמי של צמת תעשיות לשנים 2011-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
	תחזית					בפועל		
רווח גולמי	39,947	38,677	35,656	31,657	29,626	30,041	28,210	
% מסה"כ ההכנסות	15.6%	15.4%	14.9%	13.9%	13.1%	13.5%	11.2%	

כפי שניתן לראות, שיעור הרווח הגולמי בשנות התחזית הנו נמוך משיעורו בשנת 2012.

רווח גולמי צמת גליון

להלן טבלה המציגה את תחזית הרכב עלות המכר של צמת גליון לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
	תחזית					בפועל		
קניית	15,591	15,437	15,284	15,133	14,983	15,352	15,749	
% מסה"כ ההכנסות	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%	39.6%	41.6%	45.6%	
משכורות ונלוות	6,385	6,331	6,277	6,224	6,172	5,535	5,204	
% מסה"כ ההכנסות	16.2%	16.2%	16.3%	16.3%	16.3%	15.0%	15.1%	
הוצאות שכ"ד	1,347	1,340	1,333	1,327	1,320	1,327	1,303	
% מסה"כ ההכנסות	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	3.8%	
הוצאות אחרות	7,012	6,956	6,901	6,846	6,792	6,425	5,995	
% מסה"כ ההכנסות	17.8%	17.8%	17.9%	17.9%	18.0%	17.4%	17.4%	
פחת	2,010	1,991	1,971	1,951	1,932	2,801	1,916	
% מסה"כ ההכנסות	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	7.6%	5.6%	
סה"כ	32,345	32,054	31,767	31,482	31,199	31,440	30,167	
% מסה"כ ההכנסות	82.2%	82.2%	82.3%	82.4%	82.5%	85.1%	87.4%	

תחזית ההוצאות מתבססת על הפרמטרים הבאים:

- ג. שנת 2013 מתבססת על תחזית ההנהלה ועל פיה יהיה קיטון בשיעור הקניית מסך ההכנסות וזאת בעקבות העלאת מחירים לשירותים בעלי שיעורי רווח נמוכים. כמו כן, צפוי גידול בהוצאות שכר של כ- 640 אלפי ש"ח.
- ד. בתקופת התחזית (שנת 2014 ואילך), חושבו מרכיבי הוצאות אלו כאחוז קבוע מההכנסות השנתיות, על בסיס נתוני צמת לשנים 2010-

2012 ותקציב לשנת 2013. כידוע, סעיף זה כולל מספר סוגי הוצאות אשר מוגדרות כהוצאות קבועות, הוצאות משתנות או הוצאות מעורבות. כל סוג הוצאה נבחן בהסתמך על הרכבו ונקבע מה שיעור התאמתו לגידול בהכנסות (שנת הבסיס הינה 2013) כדלקמן:

- i. קניות – הונח כי שיעור הקניות ישאר יציב ויעמוד על כ- 39.6% מסך ההכנסות לאורך התחזית ויותאם בשיעור של 100% לשיעור הגידול בהכנסות;
- ii. שכר עבודה – הותאם בשיעור של 85%;
- iii. אחרות – הוצאות אלו מורכבות מהוצאות קבועות כגון מיסים ואגרות, ביטוחים, לכן הוצאות חרושת הותאמו על ידינו בשיעור של כ-80% ביחס לשנת 2013.
- iv. שכר דירה – הוצאות אלו הינן קבועות והותאמו בשיעור של כ- 50%;
- v. פחת – ראה סעיף 7.1.8 להלן.

להלן טבלה המציגה את תחזית הרווח הגולמי של צמת גליון לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
	תחזית					בפועל		
רווח גולמי	7,024	6,925	6,827	6,730	6,634	5,505	4,339	
% מסה"כ ההכנסות	17.8%	17.8%	17.7%	17.6%	17.5%	14.9%	12.6%	

שיעור הרווח הגולמי של צמת גליון צפוי לעמוד על כ- 17.5% בשנת 2013 ועל כ- 17.8% בשנים 2016 ואילך. השיפור ברווח הגולמי נובע מהחלטת הנהלת

יעמוד על כ- 1.3% בשנה לאורך התחזית ובהנחה שיותאם לשיעור השינוי בהכנסות לפי מקדמי התאמה (80-100% ביחס לשינוי בהכנסות) שנקבעו לכל הוצאה.

הוצאות מכירה ושיווק צמת גלון

להלן טבלה המציגה את תחזית הרכב הוצאות מכירה ושיווק של צמת גלון לשנים 2013-2017 יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
תחזית				בפועל			
292	290	287	284	281	277	274	משכורות ונלוות
0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	% מסה"כ ההכנסות
12	12	12	12	12	32	43	פרסום, שיווק ועמלות
0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	% מסה"כ ההכנסות
845	840	836	832	828	836	877	אחר
2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%	2.5%	% מסה"כ ההכנסות
1,150	1,142	1,135	1,128	1,121	1,145	1,194	סה"כ
2.9%	2.9%	2.9%	3.0%	3.0%	3.1%	3.5%	% מסה"כ ההכנסות

הוצאות שיווק ומכירה בשנת 2013 מתבססות על תקציב של צמת גלון. על פיו, סך ההוצאות יעמוד על כ- 1.2 מיליון ש"ח ויהוו כ- 2.9% מסך ההכנסות.

בתקופת התחזית (שנת 2014 ואילך), חושבו מרכיבי הוצאות אלו כאחוז קבוע מההכנסות השנתיות, על בסיס נתוני צמת גלון לשנים 2010-2012 ותקציב לשנת 2013. הונח כי שיעור הוצאות אלו מסך ההכנסות של צמת גלון יעמוד על כ- 2.9% לאורך התחזית ובהנחה שיותאם לשיעור השינוי בהכנסות לפי מקדמי התאמה (50-100% ביחס לשינוי בהכנסות) שנקבעו לכל הוצאה.

צמת גלון להתמקד בשיפור הרווחיות ואף לוותר על שירותים בעלי רווחיות נמוכים.

7.1.3 תחזית הוצאות שיווק ומכירה

הוצאות מכירה ושיווק צמת תעשיות

להלן טבלה המציגה את תחזית הרכב הוצאות מכירה ושיווק של צמת תעשיות לשנים 2013-2017 יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
תחזית				בפועל			
1,896	1,859	1,771	1,688	1,673	1,700	2,164	משכורות ונלוות
0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%	% מסה"כ ההכנסות
417	409	390	371	368	309	448	פרסום, שיווק ועמלות
0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	% מסה"כ ההכנסות
815	802	772	742	737	670	6,954	אחר
0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	2.8%	% מסה"כ ההכנסות
231	227	216	206	204	204	204	פחת
0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	% מסה"כ ההכנסות
3,359	3,297	3,149	3,007	2,982	2,883	9,770	סה"כ
1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	3.9%	% מסה"כ ההכנסות

הוצאות שיווק ומכירה של צמת תעשיות בשנת 2013 מתבססות על הנהלת צמת תעשיות. על פי התקציב, סך ההוצאות יעמוד על כ- 2.9 מיליון ש"ח ויהוו כ- 1.3% מסך ההכנסות.

בתקופת התחזית (שנת 2014 ואילך), חושבו מרכיבי הוצאות אלו כאחוז קבוע מההכנסות השנתיות, על בסיס נתוני צמת תעשיות לשנים 2010-2012 ותקציב לשנת 2013. הונח כי שיעור הוצאות אלו מסך ההכנסות של צמת תעשיות

7.1.4 תחזית הוצאות הנהלה וכלליות

להלן טבלה המציגה את תחזית הרכב הוצאות הנהלה וכלליות של כל קבוצת צמת לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
	תחזית					במועל		
משכורות ונלוות	9,356	9,274	9,083	8,897	8,857	8,828	8,400	
% מסה"כ ההכנסות	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	2.8%	
הוצאות אחרות	5,110	5,066	4,961	4,860	4,838	5,590	8,230	
% מסה"כ ההכנסות	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	2.1%	2.8%	
חובות מסופקים	595	584	561	538	533	180	965	
% מסה"כ ההכנסות	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	
דמי ניהול	1,548	1,548	1,548	1,548	1,548	1,548	1,935	
% מסה"כ ההכנסות	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	
פחת	484	484	484	484	484	484	484	
% מסה"כ ההכנסות	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	
בניכוי עלויות לחברה בורסאית	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	-	-	
% מסה"כ ההכנסות	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	0.0%	0.0%	
סה"כ	16,093	15,956	15,637	15,327	15,260	16,630	20,014	
% מסה"כ ההכנסות	5.2%	5.3%	5.4%	5.5%	5.5%	6.1%	6.7%	

יש לציין, הוצאות אלו כוללות הוצאות כתוצאה מכך שמניות החברה והאג"ח שלה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. עלויות אלו נאמדות בכ-1-2 מיליון ש"ח בשנה ואינן רלוונטיות לשווי השימוש ולפעילות נשוא הערכת שווי זו. בהערכת שווי זו נטרלנו סך שנתי של 1 מיליון ש"ח.

הוצאות הנהלה וכלליות בשנת 2013 מתבססות על הנהלת קבוצת צמת. על פי התקציב, סך ההוצאות יעמוד על כ-16.3 מיליון ש"ח ויהווה כ-5.9% מסך ההכנסות ובניכוי עלויות שאינן רלוונטיות לחישוב שווי השימו, כ-15.3 מיליון ש"ח המהווה כ-5.5%.

בתקופת התחזית (שנת 2014 ואילך), חושבו מרכיבי הוצאות אלו כאחוז קבוע מההכנסות השנתיות, על בסיס נתוני צמת לשנים 2010-2012 ותקציב לשנת 2013. סעיף זה כולל מספר סוגי הוצאות אשר מוגדרות כהוצאות קבועות, הוצאות משתנות או הוצאות מעורבות. כל סוג הוצאה נבחן בהסתמך על הרכבו ונקבע מה שיעור התאמתו לגידול בהכנסות (שנת בסיס הינה 2013) כדלקמן:

- א. משכורות ונלוות – הותאם בשיעור של 50%.
- ב. הוצאות אחרות – הותאם בשיעור של 50%.
- ג. חובות מסופקים – הותאם בשיעור של כ-100% וביחס לשיעורן הממוצע בשנים 2010-2012.
- ד. דמי ניהול – ישארו קבועים.
- ה. פחת – ראה סעיף 7.1.8 להלן.

7.1.5 תחזית הוצאות מחקר ופיתוח

על פי הנהלת קבוצת צמת, לא צפויות הוצאות מו"פ בשנים 2013-2016, היות וצמת תעשיות השלימה פיתוח של הבטון הפולימרי ונמצאת בייצור סדרתי של מוצר זה. בתקופת התחזית הונח כי לקבוצת צמת לא יהיו הוצאות מו"פ.

7.1.6 תחזית הוצאות מימון

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

7.1.7 תחזית הוצאות מיסים

ביום 10 באוגוסט, 2011, על רקע גל המחאה החברתית, מונתה הוועדה לשינוי כלכלי חברתי בראשות פרופ' מנואל טרכטנברג (להלן: "הוועדה" ו/או: "דוח טרכטנברג"). ביום 26 בספטמבר, 2011 פורסמו המלצות הוועדה, הכוללות בין היתר, ביטול מתווה הפחתת המס בשנים הקרובות (מס הכנסה, מס חברות ומע"מ). קרי, מס החברות הסטטוטורי יועלה ל- 25% בשנת 2012. לכן, שיעור המס שנלקח בתחזית הינו 25%.

7.1.8 תחזית השקעות

א. השקעות ברכוש קבוע

קבוצת צמת עתירה ברכוש קבוע ונדרשת להתמיד בהשקעה שוטפת ובתחזוקת הציוד הקיים.

לקבוצת צמת תקציב השקעות בסך כספי כולל של כ- 54 מיליון ש"ח המיועד בעיקרו לרכישת מכונה חדשה לייצור צינורות בעלי קו תפר ספיראלי ולמספר מערכות תומכות נוספות, זאת כחלק מהמשך ההיערכות האסטרטגית של קבוצת צמת לפרויקטי תשתיות המים והגז בישראל. פרויקט השדרוג צפוי להסתיים בשנת 2014. קבוצת צמת השקיעה כ- 8.3 מיליון ש"ח בשנת 2012 ועל פי התקציב צפויה להשקיע 45 מיליון ש"ח נוספים בשנים 2013-2014. בשנים 2015-2017 ההשקעה החזויה הנה לצורך שמירה על הקיים והחל משנת 2018, ההשקעה השוטפת נאמדה על ידינו בגובה הפחת השוטף.

להלן טבלה המציגה את סך ההשקעה השוטפת והפחת של קבוצת צמת לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות השנים 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

שנה מייצגת	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
	תחזית					בפועל			
השקעות תעשייה, נטו	7,500	6,000	6,000	23,500	23,500	8,339	15,861	11,778	11,778
פחת מבנה	969	968	968	967	960	968	776	981	981
פחת ציוד ומיכון	12,765	12,744	12,725	12,705	12,685	9,829	10,277	9,456	9,984

ב. השקעה בהון חוזר

לשם חישוב ההשקעה הצפויה בהון חוזר תפעולי, ערכנו תחזית פרטנית לסעיפי הלקוחות, חייבים, מלאי, זכאים וספקים עבור צמת תעשיות וצמת גלוון. ההשקעה השנתית בהון חוזר חושבה על בסיס מדיניות האשראי של צמת תעשיות וצמת גלוון, בנפרד. מפורטות להלן ההנחות אשר שימשו בבסיס התחזית לסעיפי ההון החוזר התפעולי:

- i. ימי לקוחות – הנחנו כי ימים אלו יעמדו בשנת 2013 על כ- 96 ימים בצמת תעשיות ועל כ- 153 ימים בצמת גלוון ולאורך כל שנות התחזית;
- ii. ימי מלאי – הנחנו כי ימים אלו יעמדו בשנת 2013 על כ- 164 ימים בצמת תעשיות ועל כ- 36 ימים בצמת גלוון ולאורך כל שנות התחזית;
- iii. ימי הספקים – הנחנו כי ימי הספקים יעמדו על כ- 47 ימים בצמת תעשיות ועל כ- 62 ימים בצמת גלוון לאורך כל שנות התחזית;
- iv. ימי חייבים וזכאים – הנחנו כי ימים אלו יעמדו על כ- 20 ו- 22 ימים בצמת תעשיות ועל כ- 2 ו- 13 ימים בצמת גלוון, לאורך כל שנות התחזית.

להלן טבלה המציגה את תחזית השינויים בהון חוזר לשנים 2013-2017 ולשנה מייצגת, יחד עם ממוצע השנים 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

*ערך שייר-היוון תזרים המזומנים בטווח הארוך, עד לאינסוף, בתוספת צמיחה שנתית משוקללת של 1.9% במונחי שנת 2018 (צמת בשיעור של 2% וגילון בשיעור של 1%).

לצורך הערכת שווי פעילות קבוצת צמת, הוון תזרים המזומנים החופשי בתקופת התחזית, וכן ערך השייר בתום תקופת התחזית, למועד ההערכה (31.12.12), מתוך הנחה שזרמי המזומנים השנתיים מתפלגים באופן שווה על פני השנה.

תזרים המזומנים החופשי הוון במחיר הון לפני מיסים המשקף את הסיכון של קבוצת צמת, שנאמד כאמור לעיל, ב-17% והינו כ-206 מיליון ש"ח.

להלן ניתוח רגישות לשווי פעילות צמת ביחס למחיר ההון ולשיעור הצמיחה הפרמננטי (מוצג באלפי ש"ח):

שיעור צמיחה לאינסוף							שיעור גילון
3.4%	2.9%	2.4%	1.9%	1.4%	0.9%	0.4%	
259,748	252,741	246,288	240,327	234,804	229,671	224,890	15.0%
248,434	242,106	236,260	230,843	225,810	221,121	216,742	15.5%
238,016	232,283	226,971	222,034	217,435	213,140	209,120	16.0%
228,394	223,184	218,342	213,831	209,619	205,676	201,977	16.5%
219,495	214,745	210,320	206,187	202,319	198,690	195,280	17.0%
211,198	206,858	202,804	199,010	195,451	192,106	188,957	17.5%
203,484	199,508	195,785	192,294	189,012	185,922	183,007	18.0%
196,282	192,630	189,204	185,984	182,953	180,093	177,391	18.5%
189,542	186,181	183,022	180,047	177,241	174,590	172,081	19.0%

שנה מייצגת	2017	2016	2015	2014	2013	ממוצע 2011-2012		ימי לקוחות
						תחזית	תעשיות	
	84,944	83,451	81,986	78,725	75,613	74,933	153	96
	14,365	14,088	13,816	13,172	12,558	12,448	2	20
	102,035	100,308	98,614	94,618	91,316	91,305	36	164
	(21,591)	(21,197)	(20,811)	(19,928)	(19,230)	(19,137)	62	47
	(14,619)	(14,377)	(14,139)	(13,587)	(13,130)	(13,123)	13	22
	165,136	162,274	159,466	153,000	147,127	146,427		הון חוזר נטו (אש"ח)
	2,862	2,808	6,466	5,873	700	11,760		שיעור בהון חוזר

7.1.9 תחזית תזרים מזומנים קבוצת צמת

להלן מוצג דו"ח על תזרים המזומנים החזוי של קבוצת צמת (מוצג באלפי ש"ח):

שנה מייצגת	2017	2016	2015	2014	2013	
4.5	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	
39,923	37,761	36,592	33,942	30,298	28,161	רווח תפעולי לפני מיסים
12,765	12,744	12,725	12,705	12,685	9,829	בתוספת פחת והפחתות
	969	968	968	967	960	בתוספת פחת מבנה
(2,862)	(2,808)	(6,466)	(5,873)	(700)	(11,760)	קיסון (גידול) בהון חוזר
49,826	48,666	43,818	41,742	43,251	27,190	תזרים מפעילות שוטפת
(12,765)	(7,500)	(6,000)	(6,000)	(23,500)	(23,500)	השקעות ברכוש קבוע
37,062	41,166	37,818	35,742	19,751	3,690	תזרים מזומנים
245,025						ערך שייר*
120,890	20,310	21,830	24,139	15,607	3,411	17.0% תזרים מהוון
						שווי פעילות החברה, NPV
						206,187

הערכת שווי פעילות איי סולאר

להלן תחזית תזרים המזומנים של פעילות איי סולאר לשנים 2013-2018 (מוצג באש"ח):

2018	2017	2016	2015	2014	2013		
120,000	120,000	120,000	120,000	120,000	6,196	הכנסות	
108,000	108,000	108,000	108,000	108,000	5,810	עלות מכר	
12,000	12,000	12,000	12,000	12,000	386	רווח גולמי	
2,300	2,300	2,300	2,300	2,300	1,100	הוצאות מכירה ושיווק	
9,700	9,700	9,700	9,700	9,700	(714)	רווח תפעולי	
-	-	-	-	1,524	(1,942)	קיטון (גידול) בהון חוזר	
2,721	3,429	4,320	5,443	7,936	(2,367)	תזרים מהוון	
						26.0%	
						21,482	שווי פעילות החברה, NPV

על פי הנהלת החברה, צפי ההכנסות בתחום אספקת צנרת ורכיבים למערכות סולאריות נקבע בהתאם לצבר הזמנות מחברת ברייט סורס העולמית, המקימה שדות תרמו סולאריים בקליפורניה, ארה"ב. ההתקשרות בין איי סולאר לבין חברת -ברייט סורס העולמית הינה באמצעות חברת הבת של ברייט סורס בישראל. הכנסות איי סולאר מהפרויקט הנוכחי עם ברייט סורס הינן כ-198 מיליון ש"ח אשר הוכרו נכון ליום ההערכה. יחד עם זאת, חברת ברייט סורס מקדמת מספר פרויקטים נוספים בתחום, מכאן הנהלת החברה סבורה כי הפעילות עם חברת ברייט סורס תימשך רק החל משנת 2014. היות וקיימת אי-ודאות גבוהה לגבי המשך פעילותה של איי סולאר משנת 2014 תזרים הפעילות איי סולאר הנו כדלקמן:

- בנינו דו"ח רווח והפסד על בסיס הנחות הנהלת החברה. על פי הנהלת החברה הכנסות איי סולאר החל משנת 2014 יעמדו על כ-120 מיליון ש"ח בשנה כאשר הרווח התפעולי הנו כ-9.7 מיליון ש"ח בשנה.
- מפאת השמרנות התבססנו על השנים 2014-2018 בלבד.
- שיעור ההיוון לפני מס הנו גבוה יותר ונאמד בכ-26% (תוספת פרמיית סיכון נוספת של 7-8%). כאמור לעיל, הפעילות בתחום המערכות הסולאריות תלויה בפרויקטים עתידיים של ברייט סורס אשר עדיין לא החלו. לפיכך, הונח כי הסיכון בפעילות הנ"ל גבוה מהסיכון - הגלום בפעילות השוטפת של החברה.

סיכום הערכת הסכום בר ההשבה

שנת שיעור החזקה	שנה							שיעור החזקה
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
צמת	20,310	21,830	24,139	15,607	3,411	100%		
איי סולאר	2,721	4,320	5,443	7,936	(2,367)	100%		
סה"כ	23,739	26,150	29,582	23,542	1,045			
	123,611	227,669						

- נלקח, כאמור, תזרים מפעילות איי סולאר עד לשנת 2018.

מאחר וערכם הפנקסני של נכסי היחידה המניבה מזומנים (נכסים תפעוליים נטו) של קבוצת צמת בספרי גאון אגרו, ליום 31 בדצמבר 2012, מסתכמים לכ – 113 מיליון ש"ח, וכן מאחר וסכום זה אינו עולה על סכום בר ההשבה של היחידה מניבה מזומנים, אנו סבורים כי לא נפגם ערכו של המוניטין המופיע במאזני גאון אגרו. הטבלה הבאה מציגה את הסכום בר-ההשבה המוערך ואת ערכה בספרים של צמת (אלפי ש"ח):

כאמור, הערכת סכום בר-ההשבה נעשתה ע"י הערכת שווי השימוש של קבוצת צמת ליום 31 בדצמבר 2012.

כאמור, הערכת שווי השימוש התבססה על:

1. תחזיות של תזרימי מזומנים על בסיס הנחות סבירות ומבוססות אשר משקפות את מצבה הנוכחי של היחידה מניבת המזומנים, וכן מייצגות את האומדן הטוב ביותר של ההנהלה לגבי התנאים הכלכליים, שישררו במהלך אורך חייה השימושיים של היחידה מניבת המזומנים, וכן
2. שיעור ניכיון לפני מס, המשקף הערכות שוק שוטפות של ערך הזמן של הכסף ואת הסיכונים הספציפיים ליחידה מניבת המזומנים. שיעור הניכיון לא ישקף סיכונים, שתזרימי המזומנים העתידיים כבר הותאמו בגינם.

זרמי המזומנים נחזו והונו לשנים 2017-2013 ולשנה מייצגת, וכן הוון שווי הפעילות לתום התקופה. כיוון שהונח שהחברה הינה "עסק חיי", וכי תמשיך בפעילותה גם לאחר תום התקופה האמורה, נאמד, בהתאם, שווייה בתום התקופה, כערך הנוכחי של זרמי המזומנים עד לאינסוף, על בסיס תזרים מייצג לתקופה, תוך הנחה כי תתקיים צמיחה ממוצעת של 1.9% בתזרים זה.

שיעור הניכיון לפני מס לפיו הונו זרמי המזומנים התפעוליים, המשקף הערכות שוק של ערך הזמן של הכסף ואת הסיכונים הספציפיים של היחידה מניבת-המזומנים, נקבע ל- 17% (למעט פעילות איי סולאר - 26%).

להלן תזרים החברה בשנות התחזית (מוצג באש"ח):

חלק גאון (50.97%)		100%	
			<u>נכסים תפעוליים</u>
	85,383		לקוחות
	12,834		חייבים ויתרות חובה
	87,766		מלאי
	<u>83,852</u>		רכוש קבוע
	269,834		סה"כ נכסים תפעוליים
			<u>התחייבויות תפעוליות</u>
	39,530		ספקים ונותני שרות
	<u>17,581</u>		זכאים ויתרות זכות
	57,112		סה"כ התחייבויות
108,425	212,723		סה"כ נכסים תפעוליים, נטו
	4,973		עודף הפרש מקורי בספרי גאון
113,398			סה"כ נכסים תפעוליים
116,043	227,669		סכום בר השבה

פרטי צמת המעריכה

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

תחומי ידע ופעילות

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

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

- מנכ"ל חברת הייעוץ "אי.אפ.אס יעוץ והשקעות".
- בעל תואר ראשון BA בחשבונאות וכלכלה, תואר שני M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע ותואר שני M.A בלימודי משפט.
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-11 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות, רו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט ומתמחה במשרד לייעוץ כלכלי עובד גובי ושות'.
 • מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בשני ארגונים/גופים בינלאומיים למעריכי שווי:
 - Member in the Institute of Business Appraisers - **IBA**
 - Member in the International Association of Consultants, Valuers and Analysts - **IACVA**

הערכת שווי
שגיב משאבי שדה (אגש"ח) בע"מ

הוכן לבקשת
גאון אגרו תעשיות
מרץ 2013



21 במרץ, 2013

לכבוד :

מר ישראל כהן, CFO

גאון אגרו תעשיות

הנדון : הערכת שווי חברת שגיב משאבי שדה (אגש"ח) בע"מ

לבקשת גאון אגרו תעשיות (להלן: "גאון אגרו") ביצענו, חברת אי.אפ.אס ייעוץ והשקעות (להלן: "IFS"), הערכת שווי לחברת שגיב משאבי שדה (אגש"ח) בע"מ (להלן: "החברה") ליום 31.12.2012 (להלן: "מועד ההערכה") והערכנו את שווי חלקה של גאון אגרו בחברה. בוצעה לבדיקת שווי הוגן של החזקת גאון אגרו בחברה (50%), המוצגת כנכסים המיועדים למימוש, בהתאם להוראות IFRS5.

מטרת ההערכה, המובאת להלן, הינה לקבוע טווח סביר לשווי ההוגן¹ של החברה, כפי שעשוי להיקבע בין מוכר מרצון לקונה מרצון, על בסיס שיקולים כלכליים לטווח הארוך. הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של גאון אגרו ואין להעבירה לצד ג'.

הערכת שווי זאת מיועדת לשימושה הבלעדי של החברה ורואי החשבון המבקרים שלה. כמו כן, אנו מסכימים כי חוות דעת זו תיכלל ו/או תאוזכר בדוחות הכספיים ובפרסומים של החברה, לרבות צירופה לתשקיף, על פי חוק ניירות ערך והתקנות על פיו.

¹ שווי הוגן מוגדר כמחיר לפיו יחליף נכס ידיים, בין קונה מרצון למוכר מרצון, כאשר אף לא אחד מן הצדדים כפוי לקנות או למכור, ולשני הצדדים מידה סבירה של ידע אודות העובדות הרלבנטיות לעסקה.

מטרת עבודה זו הינה להעריך את השווי ההוגן של החברה, על בסיס הנחות המפורטות בגוף העבודה ולמטרה זו בלבד. לצורך גיבוש חוות דעתנו, התבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי הנהלת החברה והנהלת גאון אגרו, אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתם וניסיונם. הסתמכנו על מקורות מידע הנראים לנו כאמינים, שלמים ועדכניים אולם לא ביצענו כל פעולת ביקורת ולא ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך איננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים ששימשו בעבודתנו. כל שינוי במידע או בנתונים עשוי לשנות את חוות דעת זו. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של הנתונים.

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

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

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

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

הרינו להצהיר כי אין לנו עניין אישי במניות החברה ובמניות גאון אגרו, וכן שכר טרחתנו אינו מותנה בתוצאות חוות הדעת.

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

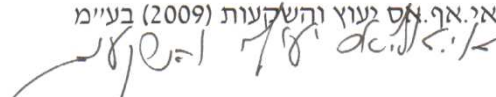
אחריותנו ככל שהינה נובעת מביצוע הערכת השווי לא תחרוג בשום מקרה מסך כל התמורה המשולמת לנו בגין עבודה זו. במקרה בו נחויב בהליך משפטי, מזמיני חוות הדעת ישפו אותנו על כך בהתאם, והכל למעט במקרה של רשלנות רבתי או זדון מצדנו.

כל הנתונים בעבודה זו, הינם באלפי ש"ח ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.

פרטי השכלתו וניסיונו של האחראי מטעם החברה מעריכת השווי:

שגיא בן שלוש, בעלים ומנהל של חברת אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ. בעל תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה, תואר שני במנהל עסקים (התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע) ותואר שני בלימודי משפט. בעל רישיון לראיית חשבון וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל².

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

אי.אפ.אס יעוץ והשקעות (2009) בע"מ


² לפרטים נוספים, ראו נספח א' לעבודתנו.

תוכן עניינים

פרק	עמוד
1	כללי
2	תמצית הערכת השווי
3	תיאור החברה
4	תיאור הסביבה העסקית
5	מתודולוגיה
6	תוצאות עסקיות
7	הערכת השווי
8	סיכום הערכת השווי
נספחים	
א'	פרטים אודות מעריך השווי
	47

פרק 1

כללי

– שיחות ופגישות עם הנהלת החברה.

- מטרת העבודה הנה הערכת שווי כלכלית של החברה נכון ליום 31.12.2012.
- כל הנתונים בעבודה זו, הינם בשקלים חדשים ומוצגים בערכים שוטפים, אלא אם כן צוין אחרת.
- להלן מוצגת רשימת מונחים אשר נעשה בהם שימוש במסגרת חוות דעת זו:

החברה – שגיב משאבי שדה (אגש"ח) בע"מ

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

מועד ההערכה – 31.12.2012

- לצורך עבודתנו הסתמכנו על הנתונים והמצגים הבאים:

- מידע פיננסי, עסקי ותפעולי אשר התקבל מהנהלת החברה לגבי פעילותה, לרבות תחזיות פיננסיות;
- דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2009-2011 ודוחות סקורים ליום 30.09.2012;
- דוח רווח והפסד לא מבוקר של החברה לשנת 2012;
- תקציב החברה לשנת 2013;
- מצגות ומידע נוסף אודות מוצרי החברה;
- מידע גלוי ורלוונטי המתפרסם באתרי האינטרנט;

פרק 2

תמצית הערכת השווי

כדי לקבל את שווי ההון העצמי, התווסף לשווי התפעולי שנתקבל שווי נכסים שאינם תפעוליים, ונוכה סך ההתחייבויות הפיננסיות של החברה.

בהתאם לאמור לעיל, שווי החברה ליום 31.12.2012 הנו כ- 56,930 אלפי ש"ח.
לצורך גזירת השווי ההוגן של גאון אגרו בחברה במימוש, ביצענו את ההתאמות הבאות:

1. היות וקיימת שליטה משותפת בחברה, הפחתנו פרמיית שליטה בשיעור של 10%.
2. על פי גאון אגרו, עלויות העסקה במימוש האחזקה נאמדות בכ- 440 אש"ח.

בהתאם לכך, השווי ההוגן של אחזקות גאון אגרו בשגיב, ליום 31.12.2012, נאמד בכ- 25,179 אש"ח.

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

שיעור צמיחה לאינסוף							שיעור
3.5%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%	
79,668	76,746	74,149	71,826	69,734	67,842	66,122	11.5%
74,264	71,772	69,542	67,535	65,719	64,068	62,561	12.0%
69,465	67,326	65,400	63,658	62,075	60,629	59,303	12.5%
65,174	63,328	61,657	60,139	58,752	57,481	56,312	13.0%
61,316	59,715	58,259	56,930	55,712	54,591	53,556	13.5%
57,829	56,434	55,160	53,993	52,919	51,928	51,010	14.0%
54,662	53,442	52,324	51,295	50,345	49,466	48,650	14.5%
51,772	50,702	49,717	48,808	47,967	47,185	46,458	15.0%
49,127	48,185	47,315	46,510	45,762	45,066	44,416	15.5%

שגיב משאבי שדה (אגש"ח) בע"מ מפתחת, מייצרת ומשווקת ברוזים כדוריים, ברוזים מיוחדים ואביזרים נלווים. החברה הוקמה בשנת 1971 כמפעל קיבוצי בקיבוץ משאבי שדה. החברה מעסיקה כ- 120 עובדים.

החברה נמצאת בבעלות משותפת של גאון אגרו המחזיקה 50% מהון מניותיה ושל קיבוץ משאבי שדה המחזיקה את 50% הנותרים.

הערכת השווי

הערכת השווי של החברה מתבססת על הנחת הבסיס כי החברה הינה "עסק חיי" (Ongoing Concern) והיא תמשיך לפעול במתכונת זו לאורך אופק פעילות אינסופי. הערכת שווי פעילות החברה נערכה לפי שיטת היוון תזרים המזומנים ("DCF"). התזרים החזוי נגזר מתחזית הרווח של החברה. זרמי המזומנים הונו במחיר ההון המשוקלל, התואם את רמת הסיכון של פעילות החברה. הערך המתקבל הינו הערך הכלכלי של פעילות החברה. הערך הכלכלי של הפעילות אינו תלוי בהרכב ההון של הפעילות, כלומר, הוא בלתי תלוי בדרך מימון החברה, בין אם דרך הון עצמי או דרך הון זר.

לצורך הערכת השווי, הוון תזרים המזומנים של החברה לפי שיעור ההיוון הרלוונטי. אומדן ערך השייר, נאמד ע"י שימוש בנוסחת מודל גורדון ומבוסס על מחיר ההון ושיעור הצמיחה הפרמננטי (2% בשנה). שווי הפעילות של החברה המתקבל מהיוון תזרימי המזומנים במחיר הון של 13.5% מסתכם בכ- 65.63 מיליון ש"ח.

פרק 3

תיאור החברה

3.2 כללי

שגיב משאבי שדה (אגש"ח) בע"מ מפתחת, מייצרת ומשווקת ברזים כדוריים, ברזים מיוחדים ואביזרים נלווים. החברה הוקמה בשנת 1971 על ידי קיבוץ משאבי שדה ונכון להיום מעסיקה כ-120 עובדים.

החברה נמצאת בבעלות משותפת של גאון אגרו המחזיקה 50% מהון מניותיה ושל קיבוץ משאבי שדה המחזיקה את 50% הנותרים. גאון אגרו הינה חברה פרטית המוחזקת ע"י גאון אחזקות (חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב). גאון אגרו, והחברות בשליטתה, מהוות קבוצת אחזקות העוסקת בתחום משק המים והתעשייה, תשתיות המים והתשומות לחקלאות.

3.2.1 מוצרים

החברה מייצרת ברזים כדוריים, ברזים כדוריים מיוחדים, אביזרי צנרת למים, גז ואוויר ומוצרים לפי דרישת הלקוח (Original equipment manufacturer). מוצרי החברה משולבים במערכות תעשייה, בניין, מיזוג אויר וחקלאות.

החברה מייצרת מגוון רחב של ברזים כדוריים המיועדים לשימושים שונים – לצנרת מיזוג אוויר, למערכות מים ודלק, ולגז טבעי. ברזים אלו מיועדים לשוק המקומי, כמו כן החברה נותנת פתרונות לברזים מיוחדים לפי דרישת הלקוח. מוצרי החברה עומדים בתקני איכות מקומיים ובינלאומיים למוצרים שונים: ISO, UL, BSI, DIN. להלן תאור תמציתי של מוצרי החברה:

- מוצרי **הקו הירוק** מיועדים לשווקי אינסטלציה והשקיה וכוללים:
 - מגוון ברזים כדוריים המיועדים למערכות מים, אוויר ודלק;
 - ברז פיקודי רב דרכי המיועד לשימוש במערכות השקיה מפוקדות ובמערכות סינון ולהפעלת מגופים.
- ברזי **הקו הלבן** מיועדים למי שתייה ועונים לתקן החדש (נכנס לתוקף מה-1.1.13) המחייב התאמה של ברזים למי שתייה.
- מוצרי **הקו הכחול** מיועדים למערכות מיזוג אוויר וכוללים:
 - אביזרים לצנרת מיזוג אוויר וצנרת מבודדת מבוססי ברז כדורי;
 - שסתום Click Control המשמש לבקרת אספקת המים לצורך שליטה על טמפרטורת החדר במערכות מיזוג אוויר על בסיס טיימר.
- מוצרי **הקו הצהוב** מיועדים לשוק הגז הביתי והמוסדי ועומדים בתקנים ישראלים וכוללים:
 - ברזים ואביזרי איכות למערכות גז המבוססים על עקרון הברז הכדורי עם מערך האטימה המבטיח אמינות וביטחון;
 - מגן גז עם שסתום לנעילת אספקת הגז בעת רעידת האדמה;
 - ברז בטחון לגז ישר;
 - ברזים חשמליים המשמשים למערכות הסקה, למערכות לגילוי גזים (בצירוף גלאי גז), למדיחי כלים תעשייתיים.
- **משגיחים** – ברז מערביל להגבלת טמפרטורת המים. הברז מערבב את המים החמים מהדוד עם מים קרים לטמפרטורה מרבית של 50°C ובכך מגן על המשתמשים מכוויות (במיוחד בחודשי הקיץ) ומונע נזקי צנרת ואבנית. המוצר אושר ע"י מכון התקנים בישראל.

- **אביזרים לחיבור צנרת ביתית** – קו אביזרים למערכת אינסטלציה דירתית המשווק בארץ ובחו"ל. אביזרי צנרת לחיבור מתאימים לצינורות רב שכבתיים של Super Pipe של מצרפלס (מערכת SP), אשר הינו הלקוח העיקרי שלה. מערכת SP היא המובילה בארץ בתחום הצנרת הפלסטית, ומצרפלס הינה מובילת השוק. למוצרי שגיב מצרפלס, תקן ישראלי ותקן הולנדי KIWA.
- **אולטרא סלייד** – הינו מוצר חדש אשר פיתוחו הסתיים בשנת 2012. אולטרא סלייד הינו פיתוח ייחודי המאפשר חיבור מהיר בין הצינור למחבר בעזרת מכשיר ידני – הידרואלי. כיום, מצרפלס כבר משווקת את המערכת של צנרת רב שכבתית המחוברת, בשיטת אולטרא סלייד של החברה. בשנת 2012 החברה קיבלה תקן DVGW למערכת עם צנרת רב שכבתית של Becker Plastics ובשנת 2013 המוצר צפוי לקבל תקן ישראלי עם צנרת SP רב שכבתית של מצרפלס.
- **קבלנות משנה** – החברה מייצרת מוצרים ייחודיים לפי הזמנת חברות כגון: אביזרים לחברת פלסאון, ברמד, כפר חרוב, חברת סודה קלאב, פרש כאפ ועוד.

3.2.2 לקוחות, שיווק והפצה

החברה מפיצה את מוצריה לשוק תשתיות בניה, גז, תעשייה, תקשורת וחקלאות באמצעות מחלקת השיווק שלה, מפיצים בארץ ובחו"ל (עם חלקם יש הסכמי בלעדיות) ובאמצעות שיתוף פעולה עם מצרפלס.

לחברה הסכם עם מצרפלס למכירת מערכת לשוק האינסטלציה ובו חברת מצרפלס מספקת את הצינור ואילו שגיב מספקת את המחברים. מוצרים אלו נמכרים כמערכת אחת על ידי חברת השיווק המשותפת שנקראת SP. מרבית המכירות הינן לחברות יצרניות, היתר ללקוחות סיטונאים ובתי מסחר.

מוצרי החברה משווקים בארץ (כ- 84% מהמכירות) ובחו"ל (כ- 16% מהמכירות) בעיקר לבריטניה, אוסטרליה, שוויץ וגרמניה.

מניתוח הלקוחות העיקריים עולה כי ישנה תלות בלקוח אחד – מצרפלס המהווה כ- 37% מסך ההכנסות. יצוין כי בשנים 2009-2011 שיעור המכירות ללקוח זה עמד על כ- 34% עד 41%. תמהיל יתר הלקוחות המהותיים של החברה יציב והכנסותיה מלקוח בודד אינן עולות על 10% בשנה (למעט כאמור מצרפלס).

בחודש אוקטובר 2012 נחתמה עסקה להקמת חברה משותפת (50/50) (להלן: "החברה המשותפת") עם TPY פל-ים. החברה המשותפת תעסוק ביבוא מוצרים מסין הממותגים בשם "שגיב" ומכירתם באמצעות מערך ההפצה של TPY פל-ים". המהלך שבוצע הינו חלק ממאמצי החברה לשפר את יכולת ההפצה שלה בישראל תוך הגדלת סל המוצרים ומיתוג החברה.

3.2.3 ספקים

החברה רוכשת כמה סוגי חומר גלם – פליז וחלקים כבושים. פליז (סגסוגת המורכבת מנחושת ואבץ) הינו החומר גלם המהותי של החברה אשר עלותו מהווה כ- 47% מסך הכנסותיה. חומר גלם זה נרכש מספק מקומי – ממעוף מתכות אל ברזיליות, ומספקים בטורקיה ובאיטליה. ההתקשרות עם

3.2.5 הייצור

המפעל ממוקם בקיבוץ משאבי שדה המשתרע על שטח של כ- 10,000 מ"ר. מפעל החברה נמצא בשכירות מקיבוץ משאבי שדה לתקופה עד ליום 31.05.2016 עם אופציית הארכה לעוד 10 שנים.

בשנים האחרונות החברה השקיעה ברכישת ציוד חדיש במטרה להגדיל את כמות תפוקת המכונות, יעילות העבודה, איכות המוצרים וכן לצרוך שיפור טכנולוגי.

המפעל מתמחה בעיבוד פלזי בטכנולוגיות כבישה חמה ועיבוד שבבי מדויק. הבולט שבין היתרונות של טכנולוגיה מתקדמת זו: חלקי המוצר המוגמר עשויים כמקשה אחת אחידה, חזקה במיוחד ויציבה לאורך שנים.

המפעל פועל בתקן ISO 9001:2000 ועומד בתקני איכות מקומיים ובינלאומיים למוצרים שונים: ISO, UL, BSI, DIN.

תהליך הייצור בשגיב כולל את השלבים הבאים:

- כבישה חמה – תהליך של חישול מוטות פלזי על ידי 2 מערכות כבישה הכוללות כל אחת תנור, מכבש ומכבש צילוע. המכבשים המיוחדים 270 טון ו-400 טון מאפשרים חישול של מוצרים בגדלים שונים עד מקסימום 3 ק"ג פלזי לחלק. טכנולוגית הכבישה החמה והעיבוד השבבי מבוססת על ציוד חדיש שיוצר לפי מפרט ייחודי שניבנה ע"י מהנדסי החברה. הטכנולוגיה מאפשרת:

הספקים הינה על בסיס המכרזים הנעשים מדי רבעון. מדיניות המלאי של החברה הינה מלאי חומר גלם המספיק לצבר הזמנות של 3 חודשים. על פי הנהלת החברה, לא קיימת בעיית זמינות חומרי גלם.

3.2.4 מחקר ופיתוח

מחלקת המחקר והפיתוח של החברה פועלת בשיתוף פעולה הדוק עם אגפי ההנדסה של לקוחותיה אשר נותן מענה לדרישות ייחודיות המתעוררות אצל לקוחות.

בשנת 2012 נכנסה החברה לכמה שיתופי פעולה:

- שיתוף פעולה עם חברת אטמור ובמסגרתו נחתם הסכם לפיתוח משותף של שילוב המשגיחום במחממי המים של אטמור. הפיתוח הסתיים ונערכים לייצור דגמים שונים.
- שיתוף פעולה בין החברה ל"סולאב" ו-SPC, במסגרתו נחתם הסכם ל"שילוב פיתוח מפחית לחץ מתוחכם" (פותח ע"י SPC) בדוודי פלסטיק חדשים (המיוצרים ע"י סולאב) לשוק הדרום אפריקאי.

בנוסף, משנת 2007 עד שנת 2012 עסקה החברה בפיתוח מוצר חדש – אולטרא סלייד אשר הינו פיתוח ייחודי המאפשר חיבור מהיר בין הצינור למחבר בעזרת מכשיר ידני / הידרואלי. עד עתה השקיעה החברה כ- 3 מיליון ש"ח בפיתוח המוצר כאשר כ- 1 מיליון ש"ח ממומן על ידי המדען הראשי. בשנת 2013 החברה מתכננת השלמת פיתוח של המכשיר הידני וההידראולי.

- יכולת להתמודד בהצלחה עם דרישות למוצרים בעלי מורכבות טכנולוגית גבוהה;
- עמידה בתקני איכות ובקרת איכות מהמחמירים בעולם;
- כושר ייצור לסדרות הנעות בין אלפי יחידות למאות אלפים;
- כיסוי מלא של תחום מעבר זורמים 1/8 ועד 2 צול.

- עיבוד שבבי – המחלקה כוללת מגוון מכונות, טרנספרים, מרכזי עיבוד, מכונות מולטיפלקס לעיבוד הגופים מהכבישה החמה, מכונות CNC ומחרטות רב-כושיות לעיבוד מוטות פליז.
- ציפוי- מבוצע בחברה או אצל קבלני משנה.
- הרכבה – מחלקה להרכבת ברזים ואביזרים על פי דרישה, ומוצרי מדף של החברה. במחלקה זו נעשית גם אריזת המוצרים.

להלן פירוט קווי ייצור המפעל וניצול כושר הייצור המקסימאלי בשנת 2011³:

- קו כבישה חמה כ- 58%;
- קו עיבוד שבבי גופי פליז – 83%;
- קו עיבוד שבבי מוטות פליז כ-84%

³ מקור: דוח כספי לשנת 2011 של גאון אחזקות.

פרק 4 תאור הסביבה העסקית

4.1 כללי

מתון יותר מאשר בקודמו. על פי נתוני בנק ישראל⁵ הצמיחה בשנת 2011 הסתכמה ב-4.8% ואמורה להסתכם בכ-3.3% ובכ-3.8% בשנת 2012 ובשנת 2013, בהתאמה. ההתמתנות של קצב צמיחת המשק בשנת 2012 משקפת התמתנות של קצב גידול הצריכה הפרטית, אשר צפויה לצמוח בשנה זו בשיעור מתון של 3.0%, כתוצאה מירידה צפויה בצריכת מוצרים בני קיימא. שיעור האבטלה במשק המשיך במגמת הירידה אשר אפיינה אותו בשנים האחרונות, משיעור של 8.4% בשנת 2010 לשיעור של 7.1% בשנת 2011. כמו כן, צפוי שיעור האבטלה להסתכם בכ-6.8% בשנת 2012 ובכ-7.1% בשנת 2013.

במהלך שנת 2010 בנק ישראל המשיך במגמת העלאת הריבית אשר החלה בשנת 2009, משיעור של 1% ל-2%. במחצית השנה הראשונה של שנת 2011 החיש בנק ישראל את קצב העלאת הריבית עד ל-3.25% ולאחר מכן הפחית, החל מחודש ספטמבר, עד ל-2.75% בחודש דצמבר 2011. בשנת 2012 המשיך בנק ישראל בהורדת הריבית עד לשיעור של 2.00% בתום שנה זו. לחודש ינואר 2013 צפויה ריבית בנק ישראל לעמוד על כ-1.75%. שיעור האינפלציה הסתכם בשנת 2011 ב-2.5% ובשנת 2012 ב-1.6% וצפוי לעמוד על כ-1.8% בשנת 2013.

⁵ מקור: תחזית מאקרו כלכלית חטיבת המחקר - דצמבר 2012.

החברה פועלת בתחום האביזרים לצנרת ומושפעת בעיקר מענף הבניה, התעשייה והחקלאות. החברה הינה היצרנית היחידה בארץ של מוצרי פליז משלב הכבישה החמה ועד למוצר הסופי, בתהליך ייצור המשך בטכנולוגיות שונות תחת קורת גג אחת.

4.2 הסביבה המאקרו-כלכלית בישראל⁴

בקיץ 2007 פרץ משבר פיננסי בארה"ב שהתפשט מאז ברחבי העולם. בחודש ספטמבר 2008 החריף המשבר עם התמוטטותם של מספר גופים פיננסיים בין-לאומיים גדולים. המשבר, שהחל בסקטור הפיננסי, התגלגל במהלך 2008 לכלכלה הריאלית, דבר שהתבטא, בין השאר, בירידה בנתוני צמיחת התוצר ברחבי העולם, בסחר העולמי ובנתוני האבטלה. כתוצאה מן המשבר נכנסו מרבית המדינות המפותחות, ובהן ישראל, למיתון בחצי השני של 2008 ובקרב המדינות המתפתחות נרשמת האטה ניכרת בקצב הצמיחה.

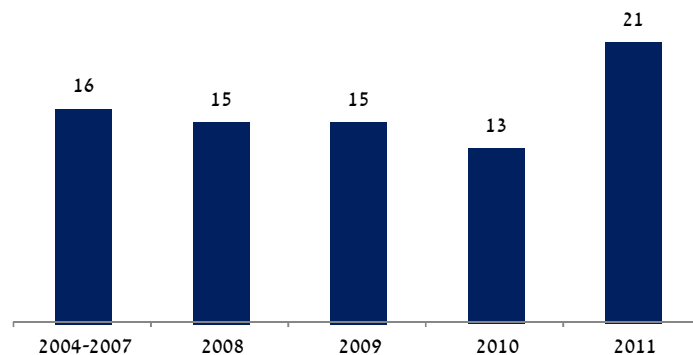
על פי נתוני בנק ישראל, מתחילת שנת 2010 נמשכה ההתאוששות של המשק הישראלי, במקביל להתאוששות הכלכלה הגלובלית. עם זאת ניכרת התמתנות מסוימת של קצב הצמיחה ביחס למגמת העלייה ששררה במשק בסוף שנת 2009. במחצית השנה הראשונה של 2011 נמשכה התאוששות הפעילות הריאלית וירידת שיעור האבטלה. הצמיחה נשענה על עלייה בהשקעות וביצוא, שהושפעה מהתרחבות הסחר העולמי. כמו כן, במחצית השנה השנייה של 2011 הפעילות העסקית המקומית המשיכה במגמת ההתרחבות, אך בקצב

⁴ מקור: בנק ישראל והלמ"ס.

4.3 התעשייה בישראל⁶

המשבר הפיננסי אשר פרץ בשנת 2008 העלה את פרמיית הסיכון ואת עלות גיוס ההון להשקעות ארוכות טווח בתעשייה. המשבר באירופה, אשר התעצם בשנת 2011, החמיר את המצב והמשיך להקשות על גיוס ההון להשקעות. על אף זאת, חלה עלייה במלאי ההון לעובד בתעשייה בשנה זו וכן עלייה ברמת ההשקעות בתעשייה ומשקל ההשקעות בתוצר התעשייה הגיע לרמה של 21%.

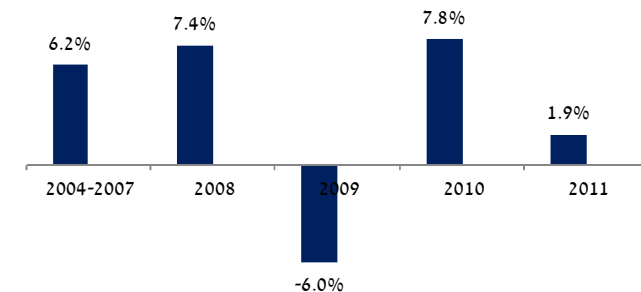
להלן גרף המתאר את התפתחות שיעור ההשקעה בתוצר התעשייה בשנים 2004-2011 (מוצג באחוזים):



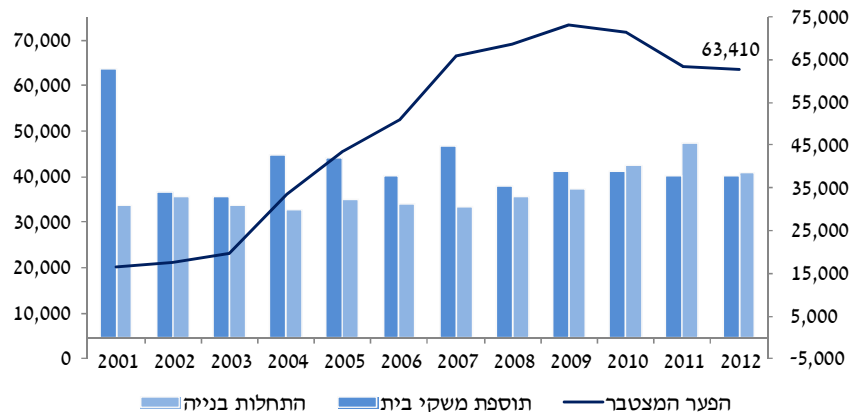
לגידול הנרחב של ההשקעות בתעשייה תרמו ריבית נמוכה ורמתו המיוספת של השקל, אשר הוזילו את יבוא המכונות. כך, לצד השקעות מסיביות בענף הרכיבים האלקטרוניים אשר כללו השקעה של חברת אינטל בקו ייצור חדש, ובענף הכרייה והחציבה, בעיקר השקעות הקשורות בחיפושי גז טבעי ובבניית תשתיות לשימוש במאגרי גז שכבר נתגלו, נרשמו השנה השקעות גבוהות במרבית ענפי התעשייה. רמתן הגבוהה של ההשקעות יחד עם עלייה איטית של מספר השכירים המועסקים בתעשייה, התבטאו בגידול משמעותי של

הייצור התעשייתי הינו נדבך מרכזי בפעילות המשק ומהווה מנוע צמיחה חשוב ומקור מרכזי למטבע חוץ. פתיחת המשק ליבוא מתחרה לאורך השנים לחצה להצטמצמות התעשייה, אך במקביל הובילה להתייעלותה. המשך תהליך זה הינו חשוב, שכן עלייה בפריזון העובדים בתעשייה משחררת עובדים לעבודה בענפים אחרים במשק ולהמשך הצמיחה.

בשנת 2011 עלה הייצור התעשייתי בכ- 2%; ללא ענף הכימיה, אשר רמת ייצורו תנודתית, צמח הייצור התעשייתי בשנה זו בכ- 3.7%, שיעור הדומה לזה של שנת 2010, אך נמוך מהשיעור הממוצע בשנים 2004-2007. הצמיחה האיטית של הייצור התעשייתי מבטאת שילוב של האטה בביקושים העולמיים, תנאי רקע פחות נוחים כגון ייסוף שער חליפין והרעה בתנאי הסחר, וכן ירידה בייצור ענפי הכימיה והרכיבים האלקטרוניים. להלן גרף המתאר את התפתחות צמיחת הייצור התעשייתי בשנים 2004-2011 (באחוזים):



⁶ מקור: דו"ח בנק ישראל לשנת 2011, פרק ענף התעשייה.



בשנים 2009 עד 2011 ניכרת עלייה בהתחלות בנייה בישראל בשיעור שנתי ממוצע של כ- 11%. בשנת 2011 התחלות הבנייה הגיעו לכ- 45.6 אלף דירות בשנה. היקף התחלות הבנייה בשנים האחרונות גבוה יותר משנים הקודמות ונובע, בין היתר, מהגידול בביקוש, מריבית נמוכה ומצמצום ההיצע של דירות חדשות. עם זאת, התחלות הבנייה אינן מדביקות את הפער בגידול משקי הבית והביקוש עולה על ההיצע. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012 החלה בניית 28,130 יחידות דיור, ירידה של כ- 20% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. הנתונים לחודשים האחרונים מלמדים על בלימת מגמת הגידול בהתחלות הבנייה שהחלה בשנת 2008.

משנת 2011 ניכרת התמתנות עקבית בקצב עליית מחירי הדירות. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 נבלמה העלייה המתמדת של מחירי הדירות והעלייה הריאלית הייתה 0.2% בלבד. היציבות במחירי הדירות בחודשים האחרונים מבטאת שיווי משקל בין הביקוש ובין ההיצע. יציבות זו נובעת משלושה גורמים:

מלאי ההון לעובד. גידולו המהיר נמשך מאז 2008 (למעט בשנת 2010), לאחר שהואט בשנים 2004-2007, בשל ניצולת נמוכה של מלאי ההון בעת היציאה מהמיתון של השנים 2001-2003.

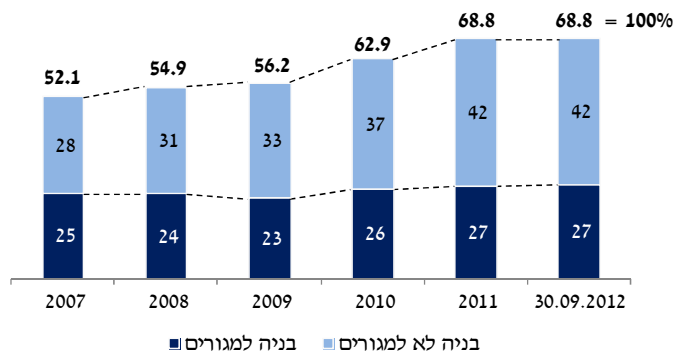
4.4 ענף הבניה בישראל⁷

ענף הבנייה והתשתיות כולל בתוכו שלוש קבוצות מרכזיות: בנייה למגורים, בנייה שלא למגורים (נדלין מניב, שטחי מסחר ועוד) ותשתיות. בשלוש השנים האחרונות התאפיין שוק הדיור במצוקת הדיור ועלייה משמעותית במחירי הדירות, אשר עלו בשיעור קרוב ל- 50% בין השנים 2008-2010. מצוקת הדיור נובעת בעיקרה מגידול במשקי הבית אל מול התחלות הבנייה החדשות, שאינן גדלו בשיעור מספק.

הפער המצטבר בין הביקוש להיצע בעשור האחרון (פער של כ- 63,000 דירות) הביא לכך שזוגות צעירים אינם מצליחים לרכוש דירות, מאחר והפער בין ביקוש והיצע מביא לעליית מחירים משמעותיים.

להלן גרף המציג את היקף התחלות הבנייה מול תוספת משקי הבית והפער המצטבר נטו בין התחלות בנייה למשקי הבית לשנים 2001-2012 (מוצג ביחידות):

⁷ מקור: ענף הבנייה בישראל (ניתוח כלכלי לרבעון שלישי), משרד הבינוי והשיכון; http://www.moch.gov.il/meyda_statisti/heitsa_shuk_hadiyur/Pages/hashkaot_babe למי"ס; niyya.aspx#govxparagraphtitle8



4.5 תחרות

החברה הינה היצרנית היחידה בישראל של מוצרי פליז לצנרת. עם זאת, קיימים יצרנים המייצרים מוצרים תחליפיים מחומרים פלסטיים וגם קיימת תחרות גבוהה ממספר רב של יבואני מוצרי פליז מאיטליה, טורקיה וסין. להלן תאור של מספר החברות המתחרות עם החברה בתחום:

חוליות שיווק (1994) בע"מ⁸ (להלן: חוליות") הוקמה ב-1947 ע"י חברי קיבוץ שדה נחמיה בגליל העליון. החברה עוסקת בתחום ייצור ושיווק מוצרי זרימה מחומרים פלסטיים PVC, PP, HDPE:

- אספקת מים – ברזים כדוריים, ברז מעבר ישר, ברז סמוי, ברז אלכסוני, ברכיים לריתוך ומוצרים אחרים בתחום;
- מערכות ביתיות וציבוריות בתחום מחזור המים האפורים;
- תשתיות – מובילים לכבלים, צנרת לביוב;

⁸ מקור: אתר החברה

- היקף התחלות בנייה של כ-40,000 דירות בשנה הדומה לגידול השנתי במשקי הבית;
- מלאי דירות חדשות מוצע למכירה של כ-20,000;
- דירות בבנייה בהיקף של כ-80,000 (כפול מהיקף התחלות הבנייה השנתי המבטא משך זמן בנייה ממוצע של שנתיים). היקפים נמוכים יותר מלמדים על היצע חסר שאינו עונה על צורכי הביקוש.

היקף ההשקעות בענף הבנייה בשלושה הרבעונים הראשונים של שנת 2012 היה כ-68.8 מיליארד ש"ח (8.9% מהתמ"ג). גידול ריאלי של כ-8% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. שיעור זה נמצא במגמת עלייה מאז שנת 2005, אז עמד על כ-7.5%. הגידול במשקל ענף הבנייה בהשוואה לסך התוצר מבטא במיוחד את הגידול בהתחלות הבנייה למגורים בשנים האחרונות. בשנים האחרונות חל גידול ריאלי מתמשך בהיקף ההשקעות בענף הבנייה שהסתכם בשיעור מצטבר של כ-44% בשנים 2008-2012. היקף ההשקעות בבנייה למגורים הגיע ל-41.7 מיליארד ש"ח (כ-62% מס ההשקעות בבנייה) בשלושת הרבעונים הראשונים של 2012, גבוה יותר ב-7% מהתקופה המקבילה אשתקד. להלן גרף המציג את ההשקעות בבנייה לפי מגזרים לשנים 2007-2011 ולימים 30.09.2012 (מוצג במיליארד ש"ח וכאחוז מסך ההשקעה):

- נקזים לבניין – שפכים, סיפונים ועוד.

גולן פלסטיק⁹ (להלן: "גולן") עוסקת בפיתוח, ייצור, הפצה ומכירה של מערכות הולכת מים וזורמים בעיקר בתחום הבניה, התשתיות והתעשייה. לגולן מערכת צנרת רב שכבתית מולטיגול (PEX), וצנרת פקסגול המיועדות לאינסטלציה דירתית, מערכות לחימום רדיאטורים, מערכות אוויר דחוס ועוד. לגולן מפעל ייצור בישראל (בו מתבצע עיקר הייצור), מפעל ייצור ברוסיה ומפעל ייצור בדנמרק.

גולן רוכשת אביזרים לצנרת, מחברים ואביזרי פליז המיועדים להרכבה במערכות הפקסגול והמולטיגול כחלק ממרכיבי המערכת. מוצרים אלו נרכשים מספקים באיטליה, גרמניה ופינלנד. כמו כן, מייבאת גולן מגרמניה מכשירי לחיצה לצורך חיבור האבזור לצינור. יצרני האביזרים מהם היא רוכשת נבדקים ומאשרים על ידי מכון התקנים הישראלי.

גולן משווקת את מוצריה בישראל, סקנדינביה, רוסיה, אירופה (שאר המדינות), צפון אמריקה. הכנסות גולן בשנת 2011 הסתכמו בכ- 231 מיליון ש"ח, כאשר עיקר מכירותיה נובעות מפעילות יצוא.

4.6 ענף המתכות

פליז הינו חומר גלם העיקרי של החברה אשר מורכב מסגסוגת נחושת (60%), אבץ (30%) וחומרים אחרים (10%).

בעקבות המשבר הפיננסי העולמי שהחל ברבעון הרביעי של שנת 2008 והירידה בפעילות הכלכלית העולמית ירדו הביקושים למתכות תעשייתיות ומחיריהן ירדו ירידה תלולה. בעבר היו ירידות במחירי מתכות מסוימות, אולם בניגוד לעבר הירידות בתקופת המשבר היו בכל סוגי המתכות גם יחד.

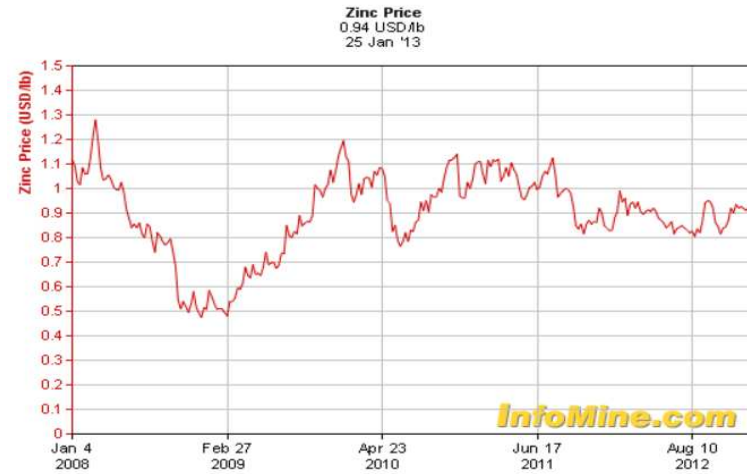
החל מהחצי השני של שנת 2009 החלה עליה במחירים ובמחצית השנייה של שנת 2011 מחירי הפליז חזרו לרמתם בתקופה שלפני המשבר. כתוצאה מעליית מחירי מתכות הועלו מחיר המכירה ללקוחות, אולם לא בהתאמה מלאה להתייקרות הפליז. בשנת 2012 נרשמה יציבות יחסית במחירי מתכות. להלן גרף המתאר את מחירי הנחושת לשנים 2008-2012 (מוצג בדולר לפאונד)¹⁰:



¹⁰ מקור: <http://www.infomine.com/investment/metal-prices/copper/5-year>

⁹ מקור: אתר החברה, דוחות כספיים לשנת 2011

להלן גרף המתאר את מחירי האבץ לשנים 2008-2012 (מוצג בדולר לפאונד)¹¹:



¹¹ מקור: <http://www.infomine.com/investment/metal-prices/zinc/5-year>

פרק 5

מתודולוגיה

שיטות הערכה מקובלות

קיימות מספר שיטות מקובלות להערכת שווי כלכלי של עסקים וחברות:

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

שיטת השווי הנכסי

שיטה זו מתבססת על עלות נכסי החברה בניכוי התחייבויותיו, כפי שהם משתקפים במאזנה. ההערכה יכול שתיעשה תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את שווי השוק של הנכסים וההתחייבויות. שיטה זו מתאימה בעיקר לחברות בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל"ן.

הגישה מתאימה גם להערכה של עלות ההקמה של חברה דומה, אך לא בהכרח להערכת פוטנציאל הרווח הצפוי לנבוע מנכסי החברה. החיסרון העיקרי של השיטה נעוץ בעובדה שהשיטה מתעלמת מפוטנציאל הרווחים הקיים בעסק מעבר לנכסים הרשומים בספרים.

שיטת ההשוואה לעסקות דומות

שיטת ההשוואה לעסקות דומות עושה שימוש במחיר בפועל, לפיו בוצעה עסקת מכר של החברה נשוא ההערכה, או של עסקים דומים, וזאת בתנאי שעסקה כזו בוצעה פרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה.

כדי להשוות לעסקות שנעשו בחברות דומות, יש למצוא עסקות הדומות מבחינת תחום הפעילות, מאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים.

שלבי ההערכה בשיטת ההשוואה לחברות דומות הינם:

1. איתור עסקות המתייחסות לחברות בעלי מאפיינים תפעוליים הדומים לחברה נשוא ההערכה;
2. מציאת בסיס נאות להשוואת גודלם היחסי של החברות הדומות והחברה נשוא הערכה;
3. חישוב מכפיל ממוצע של החברות הדומות והערכת השווי של החברה נשוא ההערכה על ידי שימוש במכפיל זה.

יתרונותיה של השיטה בכך שהיא משקפת נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלולות להיות שנויות במחלוקת. כמו כן, התבססות על עסקות 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, באיתור עסקאות דומות, מהן ניתן לגזור את שווי החברה המוערך.

שיטת המכפיל

שיטת המכפיל דומה לשיטת ההשוואה לעסקאות דומות, אך מתבססת על מחירי מניות של חברות ציבוריות בענף של החברה נשוא ההערכה.

בשיטת המכפיל מוערכת החברה על בסיס היחס הממוצע בענף בו היא פועלת 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 החברה 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 החברה, 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 מיצעו אינו מביא בהכרח לתוצאה נכונה.

שיטת היוון זרמי המזומנים (Discounted Cash Flow method)

שיטת היוון זרמי המזומנים מבוססת על הערכת יכולתה של החברה להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי החברה באמצעות היוון זרמי המזומנים, אשר צפוי כי תפיק בעתיד. זרמי המזומנים העתידיים מהוונים במחיר הון המשקף את הסיכון הגלום בפעילות החברה, ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מחברה בעלת סיכון דומה.

שיטת היוון זרמי המזומנים הינה השיטה המקובלת ובעלת הבסיס התיאורטי המוצק ביותר. לצורך שימוש בשיטה זו יש לבנות מודל פיננסי, אשר יחזה את המכירות, עלות המכירות, הוצאות ההנהלה והמכירה, המסים וההשקעות, וזאת לצורך גזירת תזרים המזומנים החזוי. יתרונה העיקרי של השיטה נובע מהתאמתה לחברה הספציפית והתייחסותה לגורמים ייחודיים בחברה נשוא ההערכה. מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית.

חסרונותיה של השיטה טמונים בקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות הרלבנטיות, ולקבוע את מחיר ההון המתאים.

שיטת ההערכה שנבחרה

לצורך הערכת שווי החברה נבחרה שיטת היוון זרמי המזומנים (DCF).

עקרונות ההערכה

שלבי ההערכה בשיטת היוון זרמי המזומנים, היו:

- ניתוח תחום הפעילות של החברה;
- חיזוי הכנסות החברה;
- ניתוח מבנה ההוצאות, וחיזוי ההוצאות הנדרשות להשגת ההכנסות שנחזו;
- חיזוי ההשקעות הנדרשות בתקופת התחזית;
- בניית תחזיות פיננסיות כולל תחזית רווח והפסד ותזרים מזומנים חופשי;
- חישוב השווי הכלכלי של פעילות החברה על ידי היוון תזרים המזומנים החופשי לתקופת התחזית ושווי הפעילות בתום תקופת התחזית, תוך שימוש במחיר הון משוקלל המותאם לסיכון העסקי הכרוך בפעילות חברה.

הערכת שווי החברה נעשתה ליום 31 בדצמבר 2012.

לשם הערכת שווי הפעילות בשיטת היוון זרמי המזומנים העתידיים, נחזו והונו זרמי המזומנים הריאליים החופשיים מפעילות חברה לתקופת התחזית וכן הוון השווי השאריתי לקבלת שווי הפעילות של החברה לתום תקופת

התחזית. כיוון שהונח כי החברה הינה "עסק חיי", וכי תמשיך להתקיים גם לאחר תום תקופת התחזית, נקבע, בהתאם, השווי השאריתי כערך הנוכחי של זרמי המזומנים הריאליים החופשיים בשנה לאין-סוף, על בסיס תזרים מייצג לתקופה, ותוך הנחה כי התזרים המייצג יצמח בשיעור של 2% בשנה. מחיר ההון לפיו הונו זרמי המזומנים החופשיים, המבטא את הסיכון העסקי הכרוך בפעילות חברה, נקבע ל-13.5%.

5.2 שיעור ההיוון

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

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

כאשר:

- WACC - שיעור התשואה המשוקלל הנדרש על ידי בעלי המניות;
- Kd - שיעור התשואה על החוב;
- D/(E+D) - שיעור החוב מסך הנכסים;
- Ke - שיעור התשואה על ההון העצמי;
- E/(E+D) - שיעור ההון העצמי מסך הנכסים;

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

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

כאשר:

R_f - ריבית חסרת סיכון. ריבית זו נקבעה על בסיס התשואה של אג"ח בעלות מח"מ של כ-10 שנים.

$(R_m - R_f)$ - פרמיית הסיכון הממוצעת בשוק, הנדרשת על ידי משקיע בינלאומי הפועל בישראל¹².

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.

ה- β נוטה להיות גבוהה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה גבוה יותר. בזמן אמידת ה- β ¹³ בעזרת השוואה לחברות

¹² מקור: Aswath Damodaran

¹³ ה- β מחושבת על פי רגרסיות של חברות ציבוריות מול תשואת תיק השוק בחישוב שבועי ביחס לשערי המניות בשנתיים שקדמו למועד עבודתנו.

אחרות, יש לתקן את ה- β והתאמתה לרמת המינוף הפיננסי של החברה. דבר זה נעשה על ידי ניכוי השפעת המינוף הפיננסי של ה- β בשלב הראשון, כלומר חישוב ה- β התפעולית, וחישוב דרגת המינוף הספציפית של החברה, בשלב השני. הקשר בין ה- β התפעולית ל- β הכוללת את השפעת המינוף הפיננסי הוא: $\beta_i = \beta_u [1 + (1 - T)(D/E)]$ כאשר E - שווי החברה, D - שווי ההון הזר, T - שיעור המס, β_u - β התפעולית ואילו β_i הנה ה- β הכוללת את השפעת המינוף הפיננסי¹⁴. היות ולא קיים מסחר במניות החטיבות, לקחנו את ממוצע β הלא ממונפת של חברות דומות הנסחרות בארץ ובחו"ל. על בסיס זה חישבנו את ה- β הממונפת של החברה.

$-R_s$

שיעור תשואה נוסף, המיוחס לחברה ומשקף סיכונים ספציפיים כגון העדר סחירות, חברה קטנה וכד'. נתונים ומחקרים אמפיריים מראים כי משקיעים דורשים פרמיית סיכון נוספת בגין השקעתם בחברות המבטאות את הפרמטרים השונים של השקעתם. פרמיה בגין חברה קטנה נאמדה על ידינו בשיעור של כ-15%¹⁵ אשר משקפת את ההפרש בין חברות המדגם לבין החברה נשוא הערכת שווי זו.

¹⁴ לפירוט ראה משה בן חורין "שוק ההון וניירות הערך", (פרק 18).

¹⁵ מקור: משה בן חורין, "שוק ההון וניירות הערך" (פרק 1) ו-Ibbotson Associates, Inc. [2012] Valuation Edition Yearbook.

להלן טבלה המציגה את חברות המדגם (במיליוני \$):

שם החברה	ביתא	שווי הון (מיליון דולר)	חוב פיננסי, נטו	D/E	D/(D+E)	1-T	ביתא לא ממונפת
גולן פלסטיק	0.5	40	15	37.0%	27%	75%	0.4
המלט	1.0	99	3	3.0%	3%	88%	1.0
פלסאון	0.9	271	70	25.8%	21%	75%	0.7
Badger Meter inc.	1.2	678	65	9.6%	9%	60%	1.1
The WEIR Group	1.5	6,381	1,362	21.3%	18%	76%	1.3
Eurodrip	0.4	83	57	68.8%	41%	80%	0.3
ממוצע	0.9			27.6%	19.6%		0.8

בהתאם לפרמטרים אלו מחיר ההון שנקבע עבור החברה הינו 13.5% כמפורט להלן:

שיעור ריבית חסרת סיכון ¹⁶	1.4%
ביתא	0.97
פרמיית השוק (Rm-Rf) ¹⁷	7.08%
פרמיית סיכון נוספת ¹⁸	7.50%
מחיר ההון (Ke)	15.8%
שיעור החוב ¹⁹	19.6%
שיעור מגן המס לטווח ארוך ²⁰	6.0%
מחיר החוב המייצג ²¹	4.5%
מחיר ההון המשוקלל (WACC)	13.5%

¹⁶ מקור: גליל 5904.

¹⁷ מקור: Aswath Damodaroan

¹⁸ מקור: משה בן חורין, "שוק ההון וניירות הערך" (פרק 1) ו- Ibbotson Associates, Inc.

¹⁹ Valuation Edition Yearbook [2012].

²⁰ שיעור החוב של השוק.

²¹ שיעור המס האפקטיבי העתידי של החברה במידה והיתה נישומה לצרכי מס.

מחיר החוב הריאלי של החברה, מקור דוחות כספיים.

פרק 6

תוצאות עסקיות

6.1 סיכום תוצאות עסקיות החברה

להלן תמצית דו"חות רווח והפסד של החברה, לשנים 2009-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות)²²:

	שגיב אגודה שיתופית כאחוז מסה"כ ההכנסות				שגיב אגודה שיתופית דוח רווח והפסד באש"ח				
	2012	2011	2010	2009	2012	2011	2010	2009	
הכנסות	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	63,740	62,112	67,207	58,277	
עלות מכר	77.4%	76.4%	73.8%	76.4%	49,319	47,440	49,620	44,506	
רווח גולמי	22.6%	23.6%	26.2%	23.6%	14,421	14,672	17,587	13,771	
הוצאות מכירה ושיווק	6.0%	6.4%	5.8%	5.8%	3,836	3,992	3,899	3,375	
הוצאות הנהלה וכלליות	6.8%	8.3%	7.3%	7.2%	4,340	5,145	4,882	4,185	
הוצאות מחקר ופיתוח	1.0%	1.0%	0.2%	0.5%	652	635	102	304	
רווח תפעולי	8.8%	7.9%	13.0%	10.1%	5,593	4,900	8,704	5,907	
דמי ניהול	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	648	648	648	648	
הוצאות מימון, נטו	1.6%	2.0%	1.1%	2.5%	994	1,223	753	1,451	
רווח נקי	6.2%	4.9%	10.9%	6.5%	3,951	3,029	7,303	3,808	

להלן ניתוח דו"ח רווח והפסד של החברה:

א. מכירות²³:

להלן טבלה המציגה את הכנסות החברה לשנים 2009-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2012	2011	2010	2009	
שוק מקומי	53,675	52,417	56,400	46,394	
% צמיחה	2.4%	-7.1%	21.6%	-12.0%	
יצוא	8,797	9,695	10,807	11,883	
% צמיחה	-9.3%	-10.3%	-9.1%	-42.0%	
אולטרא סלייד	1,268	-	-	-	
% צמיחה	-	-	-	-	
סה"כ מכירות	63,740	62,112	67,207	58,276	
% צמיחה	2.6%	-7.6%	15.3%	-20.2%	

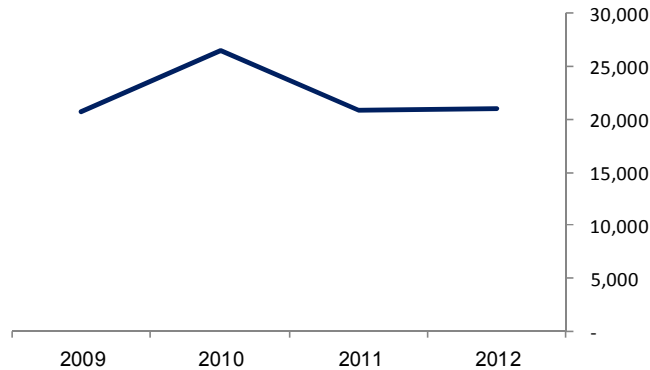
הכנסות החברה נובעות ממכירות לשוק המקומי ומפעילות היצוא, בעיקר למדינות אירופה.

סך הכנסות החברה בשנת 2012 נאמד בכ- 63.7 מיליון ש"ח ומשקף צמיחה של כ- 2.6%. הגידול העיקרי בהכנסות נבע ממכירות לשוק המקומי אשר צמחו בכ- 2.4% וממכירות מוצר חדש אולטרא סלייד בסך של כ- 1.27 מיליון ש"ח. בשנת 2011 עמדו הכנסות החברה על כ- 62.1 מיליון ש"ח, קיטון של כ- 7.6% לעומת שנת 2010. בשנת

²³ מקור: דו"חות פנימיים של החברה ודו"ח תקופתי לשנים 2009 ו- 2011 של ב. גאון אחזקות בע"מ.

²² מקור: דו"חות כספיים מבוקרים לשנים 2010-2011 של החברה, ונתונים לא מבוקרים לשנת 2012.

תורם להכנסות החברה בשוק מקומי במוצע כ- 22 מיליון ש"ח בשנה. להלן גרף המתאר את הכנסות החברה ממכירות למצרפלים בשנים 2009-2012 (מוצג באלפי ש"ח):



יצוא

בשנים 2009-2012 ישנה האטה משמעותית בהיקף פעילות החברה בשוק היצוא אשר החלה במשבר הכלכלי בשנת 2009 ועד לשנת 2012. השוק האירופאי הינו השוק העיקרי של החברה אשר סובל מחוסר ודאות רבה דבר שגורם לחשש מעסקאות.

יש לציין שמכירות האולטרה סלייד היו לשווקי חו"ל ובמידה ונסכם את סך ההכנסות משווקי חול (לרבות אולטרה סלייד) קיימת בשנת 2012 צמיחה של כ-4%.

בשנת 2009 היקף היצוא של החברה עמד על כ- 11.9 מיליון ש"ח והיקפו הצטמצם באופן מהותי בהשוואה לשנת 2008, בכ- 42%. בין השנים 2010 עד 2012 מכירות ליצוא קטנו בשיעור שנתי ממוצע של כ- 9.5% בשנה.

2010 סך הכנסות החברה עמד על כ- 67.2 מיליון ש"ח, גידול של כ- 15.3% לעומת שנת 2009, ואילו בשנת 2009 סך הכנסות החברה עמד על כ- 58.3 מיליון ש"ח, ירידה של כ- 20% לעומת שנת 2008.

בממוצע צמחו הכנסות החברה בשנים 2010-2011 בכ-4% בשנה.

בשנים 2006 ו-2007 צמחה החברה בכ- 44% ובכ- 19%, בהתאמה, כאשר סך הכנסותיה בשנת 2007 הסתכם בכ- 79.5 מיליון ש"ח. בשנת 2008 חלה ירידה במכירות לאור האטה בביקושים כתוצאה מהמשבר הכלכלי העולמי אשר העמיק בשנת 2009. בשנת 2010 חלה התאוששות בביקושים למוצרי החברה, אשר המשיכה גם במהלך שנת 2011 ו-2012, בעיקר בשוק המקומי.

יתרה לכך, תנודתיות בהכנסות החברה נובעות בין היתר, ממחירי הנחושת והאבץ אשר להם השפעה מהותית על מחירי המכירה של מוצרי החברה. החל מהרבעון הרביעי של שנת 2008 הייתה ירידה במחירי המתכות בעולם כתוצאה מהמשבר הכלכלי העולמי ושנת 2010 ו-2011 התאפיינו בעליה במחירי המתכת אשר בהתייבבו בשנת 2012 (ראה ניתוח מפורט בסעיף 4.6 לעיל).

שוק מקומי

שנת 2009 התאפיינה בהמשך ירידה בביקושים למוצרי החברה והכנסותיה עמדו על כ- 46 מיליון ש"ח, ירידה של כ- 12% לעומת שנת 2008. בשנת 2010 החלה התאוששות בשוק המקומי והכנסות החברה גדלו לכ- 56.4 מיליון ש"ח וקטנו לכ- 52.4 מיליון ש"ח בשנת 2011. ניתוח מכירות החברה בשוק המקומי לפי לקוחות העלה כי מצרפלים אחראית ל- 57% מהצמיחה במכירות בשוק המקומי (כ- 5.7 מיליון ש"ח) וגם אחראית לירידה במכירות בשנת 2011 אשר קטנו בכ- 5.5 מיליון ש"ח. מצרפלים הינו הלקוח העיקרי של החברה אשר

ב. רווח גולמי

להלן טבלה המציגה את הרכב עלות המכר של החברה לשנים 2009-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2012	2011	2010	2009
קניות	30,240	28,704	30,546	28,089
% מסה"כ ההכנסות	47.5%	46.2%	45.5%	48.2%
משכורות ונלוות	10,729	10,674	11,047	9,388
% מסה"כ ההכנסות	16.8%	17.2%	16.4%	16.1%
הוצאות חרושת	3,984	3,971	3,967	3,300
% מסה"כ ההכנסות	6.3%	6.4%	5.9%	5.7%
שכר דירה	477	450	468	493
% מסה"כ ההכנסות	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%
פחת	3,750	3,641	3,592	3,236
% מסה"כ ההכנסות	5.9%	5.9%	5.3%	5.6%
סה"כ	49,180	47,440	49,620	44,506
% מסה"כ ההכנסות	77.2%	76.4%	73.8%	76.4%

כפי שניתן לראות:

- שיעור הקניות הנו מהותי ומהווה במוצג כ-47% ממחיר המכירה וכ-62% מסך עלות המכר. כמפורט לעיל, חומר הגלם העיקרי של החברה הנו פליז אשר מורכב נחושת ואבץ ומחירו מושפע מתנודתיות במחירי חומרי גלם אלו הנקבעים בבורסה למתכות (לפרוט ראה סעיף 4.6 לעיל).
- הוצאות שכר בייצור הינן די יציבות לאורך השנים ועומדות במוצג על כ-10.7 מיליון ש"ח בשנים 2010-2012 (כ-16.8% מסך ההכנסות);

יצוין כי על פי תקציב החברה לשנת 2012, הכנסות החברה מפעילות זו תוקצבו על סך 10 מיליון ש"ח (8.6 מיליון ש"ח מיצוא ישיר ו-1.4 מיליון ש"ח מיצוא עקיף). בפועל הכנסותיה היו נמוכות מההנחות בבסיס התקציב לשנת 2012 והסתכמו בכ-8.8 מיליון ש"ח (6 מיליון ש"ח מיצוא ישיר, 2.75 מיליון ש"ח מיצוא עקיף). קיים פער של כ-1.2 מיליון ש"ח הנובע מלקוח בדרום אפריקה (עם הזמנה בגובה 3 מיליון ש"ח) שנקלע לבעיית תקן של מוצר משגיוח.

אולטרא סלייד

אולטרא סלייד הינו מוצר חדש שפותח בכותלי החברה והושק לראשונה בשנת 2012. בשנת 2012 סך הכנסות החברה מהמוצר עמד על כ-1.27 מיליון ש"ח, כאשר כ-450 אלף ש"ח נבעו ממכירות לסין וכ-800 אלף ש"ח ממכירות ברוסיה באמצעות חברת מצרפלט. על פי תקציב החברה לשנת 2012, הכנסותיה של החברה ממוצר זה תוקצבו על סך 2.5 מיליון ש"ח, כאשר בפועל מכירות אולטרא סלייד היו קטנות בחצי. על פי החברה הסיבה לכך נובעת מעיכוב בהוצאת תקן בגרמניה עבור מוצר על ידי השותף הגרמני.

ג. הוצאות הנהלה וכלליות

להלן טבלה המציגה את הרכב הוצאות הנהלה וכלליות של החברה לשנים 2009-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2012	2011	2010	2009
משכורות ונלוות	2,196	2,321	2,348	1,715
% מסה"כ ההכנסות	3.4%	3.7%	3.5%	2.9%
שרותים מהקיבוץ	551	572	591	477
% מסה"כ ההכנסות	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%
שירותים מקצועיים	647	1,092	529	420
% מסה"כ ההכנסות	1.0%	1.8%	0.8%	0.7%
הוצאות אחרות	1,006	1,039	1,322	1,479
% מסה"כ ההכנסות	1.6%	1.7%	2.0%	2.5%
פחת	113	113	92	94
% מסה"כ ההכנסות	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%
סה"כ	4,340	5,145	4,882	4,185
% מסה"כ ההכנסות	6.8%	8.3%	7.3%	7.2%

סך הוצאות הנהלה וכלליות עמד על כ- 4.3 מיליון ש"ח בשנת 2012 ואילו בשנת 2011 עמד על כ- 5.1 מיליון ש"ח. בשנת 2011 לחברה היו הוצאות חד פעמיות בגין שירותי יעוץ פיתוח עסקי ובדיקת נאותות לעסקה שלא יצא לפועל בסך של כ- 550 אלף ש"ח.

יצוין כי החברה מקבלת שירותים מהקיבוץ (מחשוב, רכבים, מוסך, מים, חשמל ועוד) בסך של כ- 550 אלף ש"ח בשנה וגם מעסיקה חברי קיבוץ. לפי הנהלת החברה, לחברה אין התחייבות לרכוש שירותים אלו מהקיבוץ או

• הוצאות החרושת כוללות בעיקר הוצאות אנרגיה, אחזקה, ביטוח, ארנונה והוצאות אחרות וגם הן די יציבות (מבחינת סך העלות) לאורך השנים 2010-2012.

• הוצאות שכר דירה בגין מרכיב הייצור הינן בסך כ- 477 אלף ש"ח בשנה. להלן טבלה המציגה את הרווח הגולמי של החברה לשנים 2009-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2012	2011	2010	2009
רווח גולמי	14,535	14,672	17,587	13,771
% מסה"כ ההכנסות	22.8%	23.6%	26.2%	23.6%

כפי שניתן לראות, שיעור הרווח הגולמי די יציב לאורך התקופה, השינויים בשיעורי הרווח נובעים בעיקר משינויים במחירי חומרי גלם. כפי שנאמר לעיל, במחצית השנייה של 2009 ובשנים 2010-2011 מחירי מתכות עלו בעשרות אחוזים וכתוצאה הועלו מחירי המכירה ללקוחות החברה.

שיעור הרווח הגולמי של החברה נע, בשנים 2009-2012, בין 22.8% ל-26.2%, כאשר בשנים 2011-2012 שמר על יציבות ממוצעת של כ- 23.2%.

ה. רווח תפעולי

להלן טבלה המציגה את הרווח התפעולי של החברה לשנים 2009-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

	2012	2011	2010	2009
רווח תפעולי	4,492	4,900	8,704	5,907
% מסה"כ ההכנסות	7.1%	7.9%	13.0%	10.1%

ו. דמי ניהול

החברה משלמת דמי ניהול חודשיים בגובה של כ- 27 אלף ש"ח לכל אחד מבעלי המניות של החברה (כ-650 אש"ח בשנה). היות ומבחינה כלכלית ודמי ניהול אלו הינם משיכת רווחים, הוצאות אלו נטרולו על ידינו.

להעדיף עובדי קיבוץ על פני מועמדים אחרים וכל השירותים (לרבות שכר עבודה) הינם במחירי שוק.

ד. הוצאות מחקר ופיתוח

להלן טבלה המציגה את הוצאות מחקר ופיתוח של החברה לשנים 2009-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2012	2011	2010	2009
הוצאות מחקר ופיתוח	658	635	102	304
% מסה"כ ההכנסות	1.0%	1.0%	0.2%	0.5%

בשנת 2007 החלה החברה בפיתוח מחבר חדש – אולטרא סלייד. סך השקעה בפיתוח הייתה כ- 3 מיליון ש"ח, כאשר בגין פיתוח זה קיבלה החברה מענק מהמדען הראשי בגובה של כ- 1 מיליון ש"ח.

היות והחברה קיבלה מענקים מהמדען הראשי, היא נדרשת לשלם תמלוגים בשיעור הנע בין 2% ל- 3% מהתמורה שתקבל ממכירת מוצרים שבפיתוחם השתתפה הממשלה בדרך של מענקים, עד ל- 100%-150 מסכום מענקים אלה כשהם צמודים לדולר.

סך המענקים שנתקבלו למועד ההערכה בניכוי תמלוגים ששולמו או נצברו מגיע לכדי 1,104 אלפי ש"ח. על פי הערכות החברה, המענק יוחזר למדען בסך של 1,127 אלף ש"ח.

יתרות המאזניות:

להלן תמצית מאזני²⁴ החברה ליום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאוחז מסך המאזן):

כאחז מסה"כ התחייבויות			מאזן באש"ח			כאחז מסה"כ נכסים			מאזן באש"ח								
2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	אקטיב					
פאסיב																	
<u>התחייבויות שוטפות</u>												<u>רכוש שוטף</u>					
5.7%	4.7%	9.0%	4,645	3,559	7,163	10.7%	6.1%	7.4%	8,772	4,651	5,832	מזומנים					
12.3%	16.2%	15.9%	10,064	12,285	12,569	31.6%	30.8%	35.8%	25,785	23,353	28,342	לקוחות					
3.6%	2.9%	5.0%	2,954	2,213	3,961	2.5%	0.4%	0.1%	2,018	283	117	חייבים					
21.6%	23.8%	29.9%	17,663	18,057	23,693	19.5%	23.7%	24.2%	15,951	17,935	19,175	מלאי					
סה"כ												סה"כ					
<u>53.6%</u>												<u>54.8%</u>	<u>60.2%</u>	<u>52,526</u>	<u>46,222</u>	<u>53,466</u>	
<u>התחייבויות לזמן ארוך</u>																	
10.7%	5.7%	8.0%	8,699	4,340	6,362												
0.7%	0.9%	1.0%	566	670	753												
		0.0%			19												
11.3%	6.6%	9.0%	9,265	5,010	7,134												
סה"כ												רכוש קבוע					
<u>32.5%</u>												<u>35.0%</u>	<u>28.5%</u>	<u>26,504</u>	<u>26,562</u>	<u>22,593</u>	
<u>3.2%</u>												<u>4.0%</u>	<u>3.9%</u>	<u>2,600</u>	<u>3,014</u>	<u>3,126</u>	נכסים בלתי מוחשיים
<u>הון עצמי</u>																	
67.0%	69.6%	61.1%	54,702	52,731	48,358												
67.0%	69.6%	61.1%	54,702	52,731	48,358												
סה"כ																	
100.0%	100.0%	100.0%	81,630	75,798	79,185												
סה"כ פאסיב												סה"כ אקטיב					
<u>100.0%</u>												<u>100.0%</u>	<u>100.0%</u>	<u>81,630</u>	<u>75,798</u>	<u>79,185</u>	

²⁴ מקור: דו"חות כספיים מבוקרים לשנים 2010-2011 ודו"ח פנימי לא מבוקר ל- 31.12.2012.

הערכת השווי בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF)

|

7.1 תחזית רווח והפסד

להלן מוצגת תחזית דוחות הרווח וההפסד של החברה לשנים 2013-2017 ולשנה המייצגת, יחד עם נתוני 2010-2012 (מוצג באלפי ש"ח וכאחוז מסך ההכנסות):

שנה מייצגת	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	
	תחזית					בפועל			
הכנסות	89,351	87,599	85,882	83,898	74,703	68,661	63,740	62,112	67,207
% הצמיחה	2.0%	2.0%	2.4%	12.3%	8.8%	7.7%	2.6%	-7.6%	15.3%
עלות מכר	68,059	66,749	65,465	63,981	57,093	52,468	49,319	47,440	49,620
% מסה"כ ההכנסות	76.2%	76.2%	76.2%	76.3%	76.4%	76.4%	77.4%	76.4%	73.8%
רווח גולמי	21,293	20,850	20,417	19,917	17,610	16,193	14,421	14,672	17,587
% מסה"כ ההכנסות	23.8%	23.8%	23.8%	23.7%	23.6%	23.6%	22.6%	23.6%	26.2%
הוצאות מכירה ושיווק	5,170	5,085	5,003	4,907	4,455	4,155	3,836	3,992	3,899
% מסה"כ ההכנסות	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	6.0%	6.1%	6.0%	6.4%	5.8%
הוצאות הנהלה וכלליות	5,515	5,459	5,403	5,338	5,020	4,802	4,340	5,145	4,882
% מסה"כ ההכנסות	6.2%	6.2%	6.3%	6.4%	6.7%	7.0%	6.8%	8.3%	7.3%
הוצאות מחקר ופיתוח	500	500	500	500	500	689	652	635	102
% מסה"כ ההכנסות	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	0.2%
רווח משותפות TPY פל-ים	400	392	374	325	260	200	-	-	-
	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
רווח תפעולי	10,508	10,198	9,885	9,497	7,895	6,747	5,593	4,900	8,704
% מסה"כ ההכנסות	11.8%	11.6%	11.5%	11.3%	10.6%	9.8%	8.8%	7.9%	13.0%
דמי ניהול	-	-	-	-	-	-	648	648	648
הוצאות מימון ואחרות	-	-	-	-	-	-	994	1,223	753
הוצאות מס	630	612	593	570	553	472	-	-	-
% מסה"כ ההכנסות	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	2.6%	3.0%	2.1%
רווח נקי	9,877	9,586	9,292	8,927	7,343	6,275	3,951	3,029	7,303
% מסה"כ ההכנסות	11.1%	10.9%	10.8%	10.6%	9.8%	9.1%	6.2%	4.9%	10.9%
EBITDA	15,556	15,147	14,737	14,237	12,116	10,626	9,531	8,746	12,526
% מסה"כ ההכנסות	17.4%	17.3%	17.2%	17.0%	16.2%	15.5%	15.0%	14.1%	18.6%

הערכת השווי של החברה יושמה על בסיס היוון זרמי המזומנים העתידי שלה (DCF). לשם כך, בנינו תרחיש הכנסות והוצאות לשנים 2013-2017 ולשנה המייצגת המסתמכים על תחזיות הנהלת החברה וכן על התאמות אשר בוצעו על ידינו.

7.2 תחזית הכנסות

להלן טבלה המציגה את תחזית ההכנסות של החברה לשנים 2011-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
	תחזית					בפועל		
שוק מקומי	61,087	59,889	58,714	57,004	55,344	53,675	52,417	
% צמיחה	2.0%	2.0%	3.0%	3.0%	3.1%	2.4%	-7.1%	
יצוא	10,907	10,693	10,184	9,699	8,817	8,797	9,695	
% צמיחה	2.0%	5.0%	5.0%	10.0%	0.2%	-9.3%	-10.3%	
אולטרא סלייד	15,606	15,300	15,000	8,000	4,500	1,268	-	
% צמיחה	2.0%	2.0%	87.5%	77.8%	254.9%	0.0%	0.0%	
סה"כ מכירות	87,599	85,882	83,898	74,703	68,661	63,740	62,112	
% צמיחה	2.0%	2.4%	12.3%	8.8%	7.7%	2.6%	-7.6%	

תחזית ההכנסות מתבססת על הפרמטרים הבאים:

- א. **שוק מקומי** – ניתן לראות שקיימת תנודתיות בהכנסות משוק מקומי בשנים 2010-2012. על פי תחזית החברה סך ההכנסות ממכירות לשוק זה יעמוד על כ- 55.3 מיליון ש"ח, גידול של כ-3% ביחס לשנת 2012:
- i. מכירות למצרפס בסך של כ- 21.5 מיליון ש"ח;

- ii. מכירת מוצרי הקו הלבן בסך של כ- 9.5 מיליון ש"ח;
- iii. מכירות הקו הצהוב של כ- 7.6 מיליון ש"ח, גידול של כ- 2%;
- iv. מכירות קבלנות משנה בסך של כ- 6.5 מיליון ש"ח;
- v. מכירות הקו הכחול בסך של כ- 3.5 מיליון ש"ח;
- vi. מכירות משגיחום בסך של כ- 2.4 מיליון ש"ח, גידול של כ- 9%;
- vii. מכירות מוצרים נוספים בסך של כ- 4.3 מיליון ש"ח.
- בשנים 2014 ו- 2015 הונח כי הכנסות משוק זה יצמחו בשיעור של כ- 3% בשנה ואילו משנת 2016 הונח גידול של כ- 2% בשנה.

- ב. **יצוא (ללא אולטרא סלייד)** – בייצוא ישיר, החברה מתכננת להגדיל את היקף פעילותה באירופה על ידי הוספת שני לקוחות בקבלנות משנה באירופה ולגייס לקוח אסטרטגי נוסף – Veissman gmbH. סך הכנסות מפעילות יצוא צפויות לעמוד על כ- 8.8 מיליון ש"ח (עליה בייצוא ישיר וירידה בייצוא עקיף).
- בנוסף, החברה מתכננת להשקיע בקידום מכירותיה בשווקים בחו"ל על ידי הענקת בונוסים למפיצים, השתתפות בכנסים ותערוכות בחו"ל ולקיים פגישות ודיוור ישיר לקבלנים, רשויות וגופים גדולים.
- לאור זאת, הנחנו כי פעולות שיווק אלו יביאו לגידול בהכנסות החברה כך שבשנת 2014 הונח גידול של 10% בשנים 2015-2016 הונח גידול של 5% בשנה והחל משנת 2017 הונח גידול קבוע של 2% בשנה.
- ג. **אולטרא סלייד** – החברה צופה כי הכנסותיה ממוצר זה יהיו כ- 4.5 מיליון ש"ח בשנת 2013, כאשר השווקים העיקריים הינם רוסיה, גרמניה וסין. בשנת 2012 חתמה החברה על הסכם להקמת חברה משותפת עם מצרפס (SP Slide) לשיווק המערכת עם צנרת רב שכבתית

7.3 תחזית הרווח הגולמי

להלן טבלה המציגה את תחזית הרכב עלות המכר של החברה לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
תחזית				בפעל			
40,851	40,050	39,125	34,837	32,019	30,512	28,704	קניות
46.6%	46.6%	46.6%	46.6%	46.6%	47.9%	46.2%	% מסה"כ ההכנסות
15,732	15,424	15,067	13,416	12,331	10,665	10,674	משכורות ונלוות
18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	16.7%	17.2%	% מסה"כ ההכנסות
4,947	4,869	4,779	4,351	3,971	3,932	3,971	הוצאות חרושת
5.6%	5.7%	5.7%	5.8%	5.8%	6.2%	6.4%	% מסה"כ ההכנסות
566	561	554	522	500	475	450	שכר דירה
0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	% מסה"כ ההכנסות
4,653	4,562	4,456	3,968	3,647	3,735	3,641	פחת
5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	5.9%	5.9%	% מסה"כ ההכנסות
66,749	65,465	63,981	57,093	52,468	49,319	47,440	סה"כ
76.2%	76.2%	76.3%	76.4%	76.4%	77.4%	76.4%	% מסה"כ ההכנסות

תחזית ההוצאות מתבססת על הפרמטרים הבאים:

א. שנת 2013 מתבססת על תחזית הנהלת החברה. בשנת 2013 צופה החברה גידול בהוצאות שכר ונלוות וזאת עקב גידול בכוח אדם במחלקת ההרכבה ובמחסן חלקים בתהליך בהתאם לגידול בהיקף המכירות. כמו כן, לא צפוי גידול בהוצאות חרושת היות והוצאות אלו מורכבות מעלויות משתנות (אנרגיה), עלויות מעורבות (אחזקה) והוצאות קבועות. על פי הערכת ההנהלה, צפוי גידול בהוצאות משתנות, אולם הוצאות אחזקה צפויות לקטון מאחר ובשנת 2012

(Pex) של מצפרלס בישראל. תחזית לשנים 2014-2015 התבססה על תחזיות של החברה, על פיה הכנסותיה של החברה מהמוצר יעמדו על כ- 8 מיליון ש"ח ו- 15 מיליון ש"ח בשנים 2014 ו- 2015 בהתאמה. בשנים 2016 ואילך הונח כי הכנסות ממוצר זה יצמחו בשיעור קבוע של 2% בשנה (נמוך ביחס להערכת הנהלת החברה לגבי מכירות מוצר זה בשנה זו).

על מנת להחזיר את המוצר לשווקים בינלאומיים החברה מתכננת לעשות את המהלכים הבאים:

- i. חיזוק הזרוע השיווקית והמכירות שלה;
- ii. הסכם שיתוף פעולה עם Roth/Becker Plastics ובאמצעותה לחדור לשווקים בפולין, גרמניה ואיטליה;
- iii. מיקוד במכירות לרוסיה (פקסלייד לחימום עם רדיאטורים);
- iv. חתימה על הסכם שירות עם Klauke (יצרן גרמני);
- v. גמר בדיקות מוכנות לרישום CE על המכשיר ההידרואלי;
- vi. קבלת תקן ישראלי עם צנרת רב שכבתית של SP;

על פי התחזית של החברה לשנת 2016, היקף הכנסותיה החזוי ממכירות מוצר אולטרא סלייד הינו 25 מיליון ש"ח. היות ומדובר במוצר חדש אשר הושק לשוק רק בשנת 2012 וכאמור, החברה לא עמדה בתקציב המכירות שלה לשנת 2012 (תקציב המכירות של 2.5 מיליון ש"ח ובפועל המכירות עמדו על כ- 1.27), קיימת אי-ודאות לגבי מידת הצלחתו והיקף מכירות המוצר בתקופת התחזית. אי לכך, הונח כי בשנת 2015 הכנסות המוצר יגיעו לכ- 15 מיליון ש"ח ויצמחו בשיעור קבוע של כ- 2% בשנה החל משנת 2016.

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
תחזית				בפועל			
20,850	20,417	19,917	17,610	16,193	14,421	14,672	רווח גולמי
23.8%	23.8%	23.7%	23.6%	23.6%	22.6%	23.6%	% מסה"כ ההכנסות

כפי שניתן לראות, שיעור הרווח הגולמי צפוי לעמוד על כ-23.6%, גבוה משיעורו בשנת 2012 (22.6%) וזוהה לשיעורו בשנת 2011.

7.3.1 תחזית הוצאות שיווק ומכירה

להלן טבלה המציגה את תחזית הרכב הוצאות מכירה ושיווק של החברה לשנים 2013-2017 יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
תחזית				בפועל			
1,647	1,621	1,591	1,448	1,353	1,536	1,546	משכורות ונלוות
1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	2.0%	2.4%	2.5%	% מסה"כ ההכנסות
2,247	2,203	2,152	1,916	1,761	1,376	1,560	קידום מכירות
2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.2%	2.5%	% מסה"כ ההכנסות
1,077	1,066	1,054	993	951	834	794	אחר
1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	% מסה"כ ההכנסות
115	113	110	98	90	90	92	פחת
0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	% מסה"כ ההכנסות
5,085	5,003	4,907	4,455	4,155	3,836	3,992	סה"כ
5.8%	5.8%	5.8%	6.0%	6.1%	6.0%	6.4%	% מסה"כ ההכנסות

הוצאות שיווק ומכירה בשנת 2013 מתבססות על הנהלת החברה. על פי התקציב, סך ההוצאות יעמוד על כ- 4.2 מיליון ש"ח. בשנת 2013 הוצאות השכר בסעיף זה קטנות לכ- 1.35 מיליון ש"ח מ- 1.54 מיליון ש"ח, וזאת מאחר שהחברה צמצמה את כח האדם ואין צורך להגדילו.

החברה ביצעה טיפולים תקופתי בחלק מהמכונות אשר נעשים פעם בשנתיים או שלוש שנים.

ב. בתקופת התחזית (שנת 2014 ואילך), חושבו מרכיבי הוצאות אלו כאחוז קבוע מההכנסות השנתיות, על בסיס נתוני החברה לשנים 2010-2012 ותקציב לשנת 2013. כידוע, סעיף זה כולל מספר סוגי הוצאות אשר מוגדרות כהוצאות קבועות, הוצאות משתנות או הוצאות מעורבות. כל סוג הוצאה נבחן בהסתמך על הרכבו ונקבע מה שיעור התאמתו לגידול בהכנסות (שנת הבסיס הינה 2013) כדלקמן:

- i. קניות – הנחנו ששיעור הקניות הממוצע יעמוד על 46.6% ויותאם בשיעור של 100% לשיעור הגידול בהכנסות;
- ii. שכר עבודה – הותאם בשיעור של 100%;
- iii. חרושת – כ- 22% מסך הוצאות החרושת הנו, מיסים ואגרות וביטוחים, לכן הוצאות חרושת הותאמו על ידינו בשיעור של כ- 90% (ההוצאות הקבועות משתנות בכ- 50%) ביחס לשנת 2013. כמו כן, הוצאות חרושת הועלו בכ- 100 אלף ש"ח החל משנת 2014 וזאת בעקבות הטיפולים הדרושים במכונות שנעשים פעם בשנתיים או שלוש שנים (הטיפול האחרון נעשה בשנת 2012).
- iv. שכר דירה – הותאם בשיעור של כ- 50% ביחס לשנת 2013;
- v. פחת – ראה סעיף 7.3.7 להלן.

להלן טבלה המציגה את תחזית הרווח הגולמי של החברה לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	
תחזית				במועל			
2,455	2,431	2,403	2,263	2,168	2,196	2,321	משכורות ונלוות
2.8%	2.8%	2.9%	3.0%	3.2%	3.4%	3.7%	% מסה"כ ההכנסות
680	673	665	626	600	551	572	שירותים מהקיבוץ
0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	% מסה"כ ההכנסות
951	942	931	877	840	647	1,092	שירותים מקצועיים
1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	1.8%	% מסה"כ ההכנסות
1,191	1,180	1,166	1,098	1,052	1,006	1,039	הוצאות אחרות
1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	% מסה"כ ההכנסות
181	178	174	154	142	113	113	פחת
0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	% מסה"כ ההכנסות
5,459	5,403	5,338	5,020	4,802	4,340	5,145	סה"כ
6.2%	6.3%	6.4%	6.7%	7.0%	6.8%	8.3%	% מסה"כ ההכנסות

הוצאות הנהלה וכלליות בשנת 2013 מתבססות על הנהלת החברה. על פי התקציב, סך ההוצאות יעמוד על כ- 4.8 מיליון ש"ח, גידול של כ-500 אלפי ש"ח ביחס לשנת 2012, המהווה 7% מסך ההכנסות ביחס ל-6.8% בשנת 2011. בתקופת התחזית (שנת 2014 ואילך), חושבו מרכיבי הוצאות אלו כאחוז קבוע מההכנסות השנתיות, על בסיס נתוני החברה לשנים 2010-2012 ותקציב לשנת 2013. סעיף זה כולל מספר סוגי הוצאות אשר מוגדרות כהוצאות קבועות, הוצאות משתנות או הוצאות מעורבות. כל סוג הוצאה נבחן בהסתמך על הרכבו ונקבע מה שיעור התאמתו לגידול בהכנסות (שנת בסיס הינה 2013). סך הוצאות אלו הותאם בשיעור של כ-50% משיעור השינוי בהכנסות.

בתקופת התחזית (שנת 2014 ואילך), חושבו מרכיבי הוצאות אלו כאחוז קבוע מההכנסות השנתיות, על בסיס נתוני החברה לשנים 2010-2012 ותקציב לשנת 2013. סעיף זה כולל מספר סוגי הוצאות אשר מוגדרות כהוצאות קבועות, הוצאות משתנות או הוצאות מעורבות. כל סוג הוצאה נבחן בהסתמך על הרכבו ונקבע מה שיעור התאמתו לגידול בהכנסות (שנת בסיס הינה 2013) כדלקמן:

- א. משכורות ונלוות – מקדם 80% ;
- ב. קידום מכירות – סעיף זה כולל פרסום ותמלוגים למפיצים לכן הותאם ב-100%. בשנת 2013 צפויות הוצאות אלו לגדול בכ- 28% לכ- 1.8 מיליון ש"ח לצורך תמיכה בגידול ביצוא ;
- ג. אחר – סעיף זה כולל ביטוחים, שכ"ד, הובלה ומשלוח והותאם בשיעור של כ- 50% ;
- ד. פחת – ראה סעיף 7.3.7 להלן.

7.3.2 תחזית הוצאות הנהלה וכלליות

להלן טבלה המציגה את תחזית הרכב הוצאות הנהלה וכלליות של החברה לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

7.3.3 תחזית הוצאות מחקר ופיתוח

להלן טבלה המציגה את תחזית הוצאות מחקר ופיתוח של החברה לשנים 2012-2013, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
תחזית				בפועל		
500	500	500	500	689	652	635
0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%

לצורך שיפור מוצריה ופיתוח מוצרים חדשים תידרש החברה להמשיך ולהשקיע במו"פ.

7.3.4 תחזית משותפות TPY פל-ים

על פי החברה, הרווח החזוי מפעילות זו יהיה מורכב מרווח החברה המשותפת ומתשלום של כ- 5% מהכנסות החברה המשותפת עבור שימוש במו"ג "שגיב".

להלן טבלה המציגה את תחזית הרווח משותפות TPY פל ים לשנים 2012-2013 (מוצג באלפי ש"ח):

2017	2016	2015	2014	2013
תחזית				
392	374	325	260	200
5.0%	15.0%	25.0%	30.0%	0.0%

7.3.5 תחזית הוצאות מימון

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

7.3.6 תחזית הוצאות מיסים

לחברה מעמד של "מפעל מועדף באזור פיתוח א" לפי חוק לעידוד השקעות הון התשי"ט – 1959 ותיקון 68 לחוק זה התשע"א– 2010, אשר פורסם בינואר 2011. בהתאם לחוק זה, נקבע שיעור מס מועדף על כלל הכנסתו המועדפת של המפעל המועדף. שיעור המס שיחול הוא השיעור הקבוע בסעיף 51טז לחוק, בהתאם למיקום המפעל בשנת המס. הטבות המס יחולו על "הכנסתו המועדפת" של "מפעל מועדף" בהתאם להגדרת מונחים אלו בחוק.

הטבות המס יינתנו בכל שנת מס בה ה"מפעל המועדף" יעמוד בתנאים הנדרשים בחוק, וללא מגבלה של תקופת הטבות. שיעורי המס המועדפים לאזור פיתוח א' הינם 7% בשנים 2011-2013 ו- 6% בשנת 2015 ואילך.

נכון להיום, שגיב מואגד כאגש"ח והרווח עולה לבעלים לצורך מיסוי. היות והערכת השווי מתייחסת להיבט של משתתף שוק רגיל, נלקחו שיעורי מס אשר היו משולמים בפועל במידה ושגיב היה פועל כחברה ולא כאגש"ח.

7.3.7 תחזית השקעות

א. השקעות ברכוש קבוע

החברה עתירה ברכוש קבוע ונדרשת להתמיד בהשקעה שוטפת ובתחזוקת הציוד הקיים. ההשקעה בשנת 2013 מתבססת על תוכנית ההשקעות של החברה. משנת 2014 ואילך, ההשקעה השוטפת נאמדה על ידינו בגובה הפחת ותגדל ביחס ישר (התאמה של 100%) לשיעור הגידול בהכנסות.

להלן טבלה המציגה את סך ההשקעה השוטפת והפחת לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	תחזית					בפועל	
השקעות, נטו	4,949	4,852	4,740	4,220	4,299	1,045	4,158
פחת	4,949	4,852	4,740	4,220	3,879	3,938	3,846

ב. השקעה בהון חוזר

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

- i. ימי לקוחות – הנחנו כי ימים אלו יעמדו בשנת 2013 על כ- 151 ימים (בשנת 2012 ימי הלקוחות עמדו על כ- 162 ימים, על כ- 137 ימים ו- 140 ימים בשנים 2011 ו-2010, בהתאמה) ולאורך כל שנות התחזית.

- ii. ימי מלאי – הנחנו כי ימים אלו יעמדו בשנת 2013 על כ- 136 ימים (בשנת 2012 ימי המלאי עמדו על כ- 142 ימים, על כ- 138 ו- 117 ימים בשנים 2011 ו- 2010, בהתאמה) ולאורך כל שנות התחזית.
- iii. ימי הספקים – הנחנו כי ימי הספקים יעמדו על כ- 146 ימים בשנת 2013 (בשנת 2012 ימי הספקים עמדו על כ- 150 ימים, 156 ימים ו- 120 ימים בשנים 2011 ו- 2010, בהתאמה) ולאורך כל שנות התחזית.
- iv. ימי חייבים וזכאים – הנחנו כי ימים אלו יעמדו על כ- 4 ו- 21 ימים, בהתאמה, לאורך כל שנות התחזית.

להלן טבלה המציגה את תחזית השינויים בהון חוזר לשנים 2013-2017, יחד עם תוצאות 2011-2012 (מוצג באלפי ש"ח):

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
	תחזית					בפועל	
ימי לקוחות	151	151	151	151	151	162	137
ימי חייבים	4	4	4	4	4	1	2
ימי מלאי	136	136	136	136	136	142	138
ימי ספקים	146	146	146	146	146	150	156
ימי זכאים	21	21	21	21	21	29	17
הון חוזר נטו (אש"ח)	41,883	41,070	40,130	35,770	32,904	31,104	27,073
שינוי בהון חוזר	814	940	4,360	2,866	1,800	4,031	(3,663)

7.3.8 שווי פעילות החברה

להלן מוצג דו"ח על תזרים המזומנים החזוי של החברה (מוצג באלפי ש"ח):

שנה מייצגת	2017	2016	2015	2014	2013		
	9,877	9,586	9,292	8,927	7,343	6,275	רווח תפעולי לאחר מיסים
	5,048	4,949	4,852	4,740	4,220	3,879	בתוספת פחת והפחתות
	(830)	(814)	(940)	(4,363)	(2,898)	(1,800)	קיטון (גידול) בהון חוזר
	14,095	13,721	13,203	9,304	8,665	8,354	תזרים מפעילות שוטפת
	(5,048)	(4,949)	(4,852)	(4,740)	(4,220)	(4,299)	השקעות ברכוש קבוע
	9,047	8,772	8,351	4,564	4,445	4,055	תזרים מזומנים
	80,241						ערך שייר*
	44,496	4,962	5,361	3,326	3,676	3,806	13.5% תזרים מהוון
	65,626						שווי פעילות החברה, NPV

*ערך שייר-היוון תזרים המזומנים בטווח הארוך, עד לאינסוף, בתוספת צמיחה שנתית של 2% במונחי שנת 2018.

לצורך הערכת שווי פעילות החברה, הוון תזרים המזומנים החופשי בתקופת התחזית, וכן ערך השייר בתום תקופת התחזית, למועד ההערכה (31.12.12), מתוך הנחה שזרמי המזומנים השנתיים מתפלגים באופן שווה על פני השנה. תזרים המזומנים החופשי הוון במחיר הון המשקף את הסיכון של החברה, 13.5% והינו כ- 65.63 מיליון ש"ח.

פרק 8

סיכום הערכת השווי

לצורך הערכת שווי הפעילות של החברה, נגזר תזרים המזומנים החופשי. תזרים זה הוון במחיר הון המשקף את הסיכון של החברה, שנאמד כאמור לעיל, ב- 13.4%. בנוסף, הוערך כי תזרים המזומנים החופשי יצמח בטווח הארוך בשיעור של 2.0%, מתום תקופת התחזית (שנת 2017) (להלן: "שווי תפעולי"). שיעור הצמיחה לטווח הארוך של 2.0% משקף את חוסר הוודאות הקיים, בבניית תחזית החל מהשנה השישית (2018) לעומת חמשת השנים הראשונות (2013-2017) ומשקף את הצמיחה החזויה של המשק הישראלי ואת שיעור הגידול הטבעי של האוכלוסייה.

כדי לקבל את שווי ההון העצמי, התווסף לשווי התפעולי שנתקבל שווי נכסים שאינם תפעוליים, ונוכה סך ההתחייבויות הפיננסיות של החברה.

הנכסים הפיננסים כוללים מזומנים, שנלקחו בתחשיב על בסיס שווים ליום 31.12.2012 בכ- 5,832 אלפי ש"ח.

ההתחייבויות הפיננסיות כוללות אשראי מתאגידים בנקאיים בסך כולל של כ- 13,525 אלפי ש"ח, זכאים לז"א (תמלוגים למדען הראשי) בסך 1,003 אלפי ש"ח והתחייבות לפיצויים כ- 19 אלפי ש"ח, המסתכם בכ- 14,547 אלפי ש"ח.

סך ההתחייבויות פיננסיות בניכוי הנכסים הפיננסים מסתכם בכ- 8,715 אלפי ש"ח.

להלן מוצג שווי ההון העצמי של החברה כפי שחושב בשיטת היוון זרמי המזומנים ליום 31 בדצמבר 2012:

<u>אלפי ש"ח</u>	
שווי פעילות החברה (NPV)	65,626
התחייבויות פיננסיות, נטו	8,715
סה"כ שווי החברה	56,930

בהתאם לאמור לעיל, שווי החברה ליום 31.12.2012 הנו כ- 56,930 אלפי ש"ח.

לצורך גזירת השווי ההוגן של גאון אגרו בחברה במימוש, ביצענו את ההתאמות הבאות:

1. היות וקיימת שליטה משותפת בחברה, הפחתנו פרמיית שליטה בשיעור של 10%.
2. על פי גאון אגרו, עלויות העסקה במימוש האחזקה נאמדות בכ- 440 אלפי ש"ח.

בהתאם לכך, השווי ההוגן של אחזקות גאון אגרו בחברה, ליום 31.12.2012, נאמד בכ- 25,179 אלפי ש"ח.

בטבלה שלהלן, מוצג ניתוח רגישות של שווי ההון העצמי של החברה (100%) על פי שיטת הוון זרמי המזומנים החופשיים, ביחס לשיעור ההיוון ולשיעור הצמיחה לטווח ארוך (באלפי ש"ח):

שיעור צמיחה לאינסוף							11.5%	12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%
3.5%	3.0%	2.5%	2.0%	1.5%	1.0%	0.5%									
79,668	76,746	74,149	71,826	69,734	67,842	66,122									
74,264	71,772	69,542	67,535	65,719	64,068	62,561									
69,465	67,326	65,400	63,658	62,075	60,629	59,303									
65,174	63,328	61,657	60,139	58,752	57,481	56,312									
61,316	59,715	58,259	56,930	55,712	54,591	53,556									
57,829	56,434	55,160	53,993	52,919	51,928	51,010									
54,662	53,442	52,324	51,295	50,345	49,466	48,650									
51,772	50,702	49,717	48,808	47,967	47,185	46,458									
49,127	48,185	47,315	46,510	45,762	45,066	44,416									

שווי הון עצמי

פרטי החברה המעריכה

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

תחומי ידע ופעילות

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

- מנכ"ל חברת הייעוץ "אי.אפ.אס יעוץ והשקעות".
- בעל תואר ראשון BA בחשבונאות וכלכלה, תואר שני M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון, בנקאות ומערכות מידע ותואר שני M.A בלימודי משפט.
- בעל רישיון ראיית חשבון בישראל וחבר בלשכת רואי חשבון בישראל.
- בעל ניסיון של מעל ל-11 שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי והמימוני, הכולל ביצוע של מאות הערכות שווי (של אופציות ונגזרים אחרים, חברות ועסקים וכיו"ב) ועבודות כלכליות במגוון תחומים לחברות פרטיות, ציבוריות ומשרדי ממשלה.
- לשעבר מנהל המחלקה הכלכלית בחברת חיסונים פיננסיים, מנהל כספים של מספר חברות, רו"ח בכיר במחלקה הכלכלית בפירמת BDO זיו האפט ומתמחה במשרד לייעוץ כלכלי עובד גובי ושות'.
 • מרצה במוסדות אקדמאיים בנושא הערכות שווי וניתוח דוחות כספיים.
- חבר (Member) בשני ארגונים/גופים בינלאומיים למעריכי שווי:
 - Member in the Institute of Business Appraisers - **IBA**
 - Member in the International Association of Consultants, Valuers and Analysts - **IACVA**