

תאריך 27/03/2024

לכבוד: מר ישראל ישראלי.

נושא: הערכת שווי

החברה לדוגמא

בהמשך לבקשתכם, ועל פי ההגדרות, הנתונים והתנאים המפורטים בהמשך להלן הערכת השווי ההוגן של המניות שבנדון, נכון לתאריך 27/09/2024.

מטרת הערכת השווי הינה לבחון את השווי ההוגן של הנכס לעיל. אין להשתמש במסמך זה, להפיצו או לצטטו בכל מסמך שהוא, ללא קבלת אישור בכתב ולא לפי המטרות שצויינו על ידכם בפניה.

שווי הוגן:

שווי הוגן של נכס מוגדר כסכום שבו ניתן לקנות או למכור נכס, בין מוכר מרצון לקונה מרצון, כשלשני הצדדים כל המידע הרלוונטי, במועד ביצוע העסקה. לצורך ההערכה התבססו החישובים על הנתונים שסופקו על ידכם (שיפורטו בהמשך) ונדרשנו להניח מספר הנחות ביחס לשוק בכלל ועל מספר הנחות יסוד נוספות, לרבות ההנחה שהעסק פועל כעסק חי.

לצורך ההערכת התבססנו כאמור על מספר נתונים הקשורים לנכס לרבות הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות, תזרים המזומנים מפעילות שוטפת וההון העצמי.

שיטות ההערכה:

הערכת השווי ההוגן של הנכס התבססת על שיטת תזרים המזומנים המהוון הידועה כשיטת ה DCF המקובלת ביותר ואשר אומצה בפסיקה הישראלית כשיטה המתאימה ביותר להערכת שווי נכס.

מקורות מידע:

במסמך ההערכה שלהלן התבססנו על נתונים שהתקבלו מכם ועל נתונים כלכליים המקובלים בשוק הישראלי. להלן המידע שסופק על ידכם:

1. שנה הנוכחית - מחזור ההכנסות, הוצאות תפעוליות השקעות הוניות נטו.
2. השנתיים הבאות - צפי הכנסות, עלויות, השקעות הוניות ושינויים בהון החוזר.
3. שיעור צמיחה ארוך טווח.
4. הון עצמי .
5. חובות תפעוליים ולא תפעוליים.
6. נכסים לא תפעוליים.
7. רמת התלות בבעל העסק ובלקוחות.

עיקר הממצאים:

להלן סיכום הערכת השווי ההוגן של הנכס, שנערכה בהתבסס על שיטת תזרים המזומנים המהוון:

שווי הפעילות העסקית: 17,271,662 ₪.

שווי המניות: 17,471,662 ₪. [שווי הפעילות העסקית (17,271,662 ₪) + שווי הנכסים הלא תפעיליים (1000000 ₪) - שווי סכום התחייבויות לא תפעוליות (800000 ₪)].

חשוב להדגיש כי:

1. אנו מצהירים בזאת כי אין לנו כל תלות בכם או קשר לנכס המוערך.
2. התוצאות בהערכת שווי אינן תלויות ו/או מושפעות משכר הטרחה אותו קיבלנו עבור השירות. כמו כן, לא קיבלנו כל התחייבות לשיפוי כלשהו מכם.
3. המידע המופיע בעבודה זו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שידרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד לקבוע את שווי ההוגן למשקיע ספציפי. למשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים ושיטות בדיקה על בסיס הנחות אחרות, ובהתאם, המחיר אותו יהיו מוכנים לשלם עבור החברה החברות המוערכות ו/או נכסיהן השונים שונה.
4. מסמך זה מבוסס בין השאר על הנחות והערכות סובייקטיביות. שינויים בתשתית אשר שימשה בסיס להנחות

אלו, עשויים לשנות באופן מהותי את מסקנות מסמך זה.

5. עבודה זו התבססת על העובדות והנתונים שמולאו על ידכם ואינה מהווה בדיקת נאותות ואינה מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים או כל מידע אחר הכלול בעבודת בדיקת נאותות, לרבות בדיקת חוזים והתקשרויות של מעיין והחברה.

6. תוצאות הערכת השווי הנן רלוונטיות למועד השערוך בלבד ולמטרה עבודה היא בוצעה.

7. כאמור, אין לעשות בהערכת השווי שימוש כלשהו למעט למטרה שצויינה על ידכם.

מסמך זה אינו מהווה בשום אופן הזמנה או הצעה להשקיע לקנות או למכור או להחזיק בנכס ובכל מקרה היקף אחריותנו לא תעלה על סכום שכר הטרחה ששולם בעד הערכה זו.

מתודולוגיה:

הערכת שווי זו נעשתה לפי שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF), שאומצה בפסיקה הישראלית כשיטה העדיפה - כפי שנפרט להלן.

שיטת היוון תזרים 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.

שיטת נוספות שלא יושמו בהערכת שווי זו:

להלן מספר שיטות מקובלות להערכת שווי כלכלי של נכס:

א. שיטת ההשוואה לעסקות דומות.

ב. שיטת השווי הנכסי.

ג. שיטת המכפיל.

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות:

שיטת ההשוואה לעסקאות דומות עושה שימוש במחיר בפועל, לפיו בוצעה עסקת מכר של העסק נשוא ההערכה, או

של עסקים דומים, וזאת בתנאי שעסקה כזו בוצעה בתוך פרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה.

שלבי ההערכה בשיטת ההשוואה לעסקאות דומות הינם:

א. איתור עסקות המתייחסות לעסקים בעלי מאפיינים תפעוליים הדומים לעסק נשוא ההערכה.

ב. מציאת בסיס נאות להשוואת גודלם היחסי של העסקים הדומים והעסק נשוא הערכה.

ג. חישוב מכפיל ממוצע של העסקות הדומות והשוואת השווי של העסק נשוא ההערכה ע"י 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 העלויות 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, למצוא עסקאות דומות, מהן ניתן לגזור את שווי העסק

המוערך.

שיטת השווי הנכסי:

שיטה זו מתבססת על שווי נכסי העסק בניכוי התחייבויותיו, כפי שהם משתקפים במאזנו. ההערכה יכול שתיעשה

תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את שווי השוק של הנכסים וההתחייבויות. שיטה זו מתאימה בעיקר

לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים, כדוגמת חברות נדל"ן.

הגישה מתאימה גם להערכה של עלות ההקמה של עסק דומה, אך לא בהכרח להערכת פוטנציאל הרווח הצפוי לנבוע

מנכסי העסק. החיסרון העיקרי של השיטה נעוץ בעובדה שהשיטה מתעלמת מפוטנציאל הרווחים הקיים בעסק

מעבר לנכסים הרשומים בספרים.

שיטת המכפיל:

בשיטת המכפיל מוערך הנכס על בסיס היחס הממוצע בענף בו הוא פועל בין שווי השוק לבין פרמטר חשבונאי נבחר.

הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות וההון העצמי. היחס הממוצע בענף בין

שווי השוק לפרמטר החשבונאי הרלבנטי מכונה "מכפיל".

השיטה טובה בעיקר לקבלת אומדן כללי ראשוני לגבי שווי העסק אך לא להערכה מדויקת. יתרונה של השיטה נעוץ

בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. החיסרון העיקרי של שיטה זו נעוץ בעובדה שהיא אינה לוקחת

בחישוב שורה של גורמים העשויים להשפיע על השווי הספציפי של העסק, בשונה מעסקים "דומים" באותו תחום,

כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה. חסרון נוסף נובע מן העובדה שבמרבית המקרים קיים תחום רחב

של מכפילים, אשר מיצעו אינו מביא בהכרח לתוצאה נכונה.

חישוב השווי של הנכס דגן לפי שיטת ה DCF

כאמור לעיל, הערכת שווי זו מבוססת על שיטת היוון תזרימי מזומנים. לצורך הערכת שווי ההוגן של כל נכס על פי

גישה זו, ההנחה היא כי השווי ההוגן שווה לסך ערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים, חיוביים או שליליים, הנובעים מהנכס בשנה זו ובעתיד כאשר הם מהווים במחיר הון משוקלל, אשר משקף את הסיכון הגלום בפעילות - בשוק ובעסק הספציפי.

על כן, לצורך החישוב יש לבצע שני שלבים להלן:

1. לחשב תזרים המזומנים החופשי הנקי מהנכס.
2. להוון את תזרים המזומנים בהתאם למחיר ההון המשוקלל.

קביעת תזרים המזומנים החופשי:

תזרים המזומנים החופשי הוא תזרים המזומנים הנקי שמופק מהנכס/העסק שזה שווה להכנסות בניכוי הוצאות הקשורות לתפעול, הוצאות מימון, מיסים, השקעות הוניות נטו העולות על התמורה ממכירת נכסים (סכום שלילי מתווסף לתזרים המזומנים הנקי) ושינויים בהון החוזר (ירידה - מגדילה את תזרים המזומנים החופשי). הנתונים הנדרשים להערכת השווי הם אלה המתייחסים לשנה זו וגם לתחזית תזרים המזומנים לשנתיים העוקבות - נתונים שהועברו לנו על ידכם.

שיעור המס:

כאמור לעיל, יש לחשב תזרים המזומנים הנקי. כלומר יש לבצע חישוב של תזרים המזומנים לאחר מס. הערכת שווי זו מתבססת על שיעור מס של 23% (כפי שנמסר על ידכם). כמובן שינוי בשיעור המס ישנה את התזרים הנקי ואת השווי הכולל. ירידה בשיעור המס מעלה את השווי הכולל (כך למשל, תחולת חוק לעידוד השקעות הון מעלה את תזרים המזומנים החופשי ואת השווי הסופי)

להלן טבלה המרכזת את חישוב תזרים המזומנים החופשי הנקי (לאחר מס) בהתבסס על הנתונים שהועברו על ידכם:

2026 - השנה המייצגת	2025	2024	-
6000000	4500000	3000000	מחזור הכנסות
2600000	780000	1300000	עלויות תפעול
3400000	3720000	1700000	רווח תפעולי
60000	50000	20000	פחת
40000	40000	40000	הוצאות והשקעות הוניות
10000	10000	-	שינויים בהון החוזר
2628000	2864400	1289000	תזרים מזומנים חופשי (FCF)

ערך השייר Terminal Value:

בהערכת שווי של נכס לגביו מתקיימת הנחת העסק החי, יש לתת ביטוי לתזרים המזומנים שיזרמו מהנכס בתום 3 השנים הבסיסיות. תזרים מזומנים זה, מתום 3 השנים ועד לאינסוף, בא לידי ביטוי בהכנת רווח מייצג וקביעת ערך שייר. הרווח המייצג משקף את תוצאות הפעילות העסקית שביכולתה של היחידה הכלכלית לייצר באופן תקופתי קבוע תחת הנחות סובייקטיביות הנובעות מנקודת ראותכם. הרווח המייצג עליו התבססנו הוא הרווח שנוצר בשנת התחזית השניה ולפיו חושב השווי שנשאר בתום אותה שנה ועד אינסוף.

שיעור הצמיחה

אך בחישוב זה יש לשקף תחזית צמיחה לטווח ארוך של ההכנסות. במקרה דנן, התבססנו על הערכת צמיחה ארוכת טווח שנמסרה על ידכם בשיעור של 2% יצויין, כי שיעור הצמיחה בהכנסות לאינסוף יהיה כשיעור הגידול באוכלוסייה שמשקף את הגידול בביקושים ועומד על כ-2-3%. כל שיעור צמיחה גבוה יותר צריך להיתמך בהנחות ובחישובים מתאימים - נושא שלא נבדק על ידינו). היוון תזרים לאינסוף נעשה בשיטת גורדון על ידי חלוקת תזרים המזומנים של השנה המייצגת כאמור במחיר ההון המשוקלל (WACC - ראה בהמשך) בניכוי שיעור הצמיחה לטווח ארוך g :

$$TV = RCF / (WACC - g)$$

כאשר -

Tv - ערך הטרמינל.

Rcf - תזרים מזומנים לשנה מייצגת.

WACC - מחיר ההון המשוקלל - ראה בהמשך.

g - שיעור צמיחה לטווח ארוך

חישוב מחיר ההון המשוקלל במקרה דנן (Weighted Average Cost of Capital - WACC)

שיעור ההיוון המשמש להיוון תחזית תזרים המזומנים וערך הטרמינל מחושב על פי נוסחת מודל מחיר ההון הממוצע המשוקלל הידוע כ WACC. שיעור זה מבטא את עלות ההון המשמש את החברה: עלות החוב החיצוני ועלות ההון העצמי. ניתן לבטא את עלות החוב של החברה כממוצע הריביות שהיא משלמת על הלוואות ואגרות חוב, מחיר ההון העצמי לעומת זאת, הוא התשואה הנדרשת על ידי המשקיעים. הנוסחה לחישוב שיעור ההיוון מוצגת להלן:

$$WACC = (D / (D+E)) \times R \times (1-T) + (E / (D+E)) \times Ke$$

כאשר -

Ke - מחיר ההון (ראה חישוב להלן)

R - שיעור הריבית על חובות החברה

D - חוב נושא ריבית של החברה

E - שווי ההון העצמי של החברה

T - שיעור המס

קביעת מחיר ההון - Ke

בהתאם למודל תמחור נכסי ההון (Capital Asset Pricing Model להלן "CAPM"), התשואה הנדרשת ע"י בעלי ההון העצמי (Ke) מחושבת באופן הבא:

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) \times Beta + SCP$$

כאשר:

Rf - שער ריבית חסרת סיכון, שהתקבל מתשואות אג"ח צמודות מדד בריבית קבועה של ממשלת ישראל (10 שנים)

Rm - ממוצע תשואת השוק

(Rf - Rm) - פרמיית סיכון שוק על פי נתוני Damodaran למועד הערכת השווי (הפרמיה בשוק הישראלי)

Beta - אומדן סיכון סיסטמתי מנוף של החברה על פי נתוני Damodaran

Website.s/Damodaran Aswath

Scp - פרמיית ספציפית בגין הסיכון הנובע מגודלה היחסי של החברה, תלות בבעל העסק ותלות בלקוחות. כאשר ההנחה היא שחברות כאלו מסוכנות יותר. לחישוב הפרמיה נהוג להשתמש בטבלאות יחוס המתפרסמות אחת לשנה

ע"י חברת Ibbotson האמריקאית, בנתוני Damodaran או Duff and Phelps

הערכת השווי הזו מבוססת על שיעור היוון ממוצע (WACC) בשיעור של 17.024% בהתבסס על הנתונים להלן:

סכום הון עצמי- 700000 ₪

סכום החוב - 300000 ₪

מחיר ההון הממוצע לגבי פעילות דומה : 13% (לוגיסטיקה).

תשואה על החוב - 4%

פרמיית סיכון מיוחדת הקשורה לתלות במספר מצומצם של לקוחות : (5%) .

פרמיית סיכון מיוחדת הקשורה לתלות בבעלים : (5%) .

שיעור צמיחה לטווח ארוך - 2%

וכאמור שיעור מס בשיעור של 23%

לאחר הצבת המספרים לעיל בנוסחאות ויישומן על תזרים המזומנים החופשי בטבלה , להלן סיכום הערכת השווי:

ערך נוכחי מהוון - 3 שנים: 5,228,165 ₪.

ערך טרמינל: 17,841,853 ₪.

ערך טרמינל מהוון: 12,043,497 ₪.

שווי הפעילות העסקית: 17,271,662 ₪.

שווי המניות: 17,471,662 ₪. [שווי הפעילות העסקית (17,271,662 ₪) + שווי הנכסים הלא תפעיליים (1,000,000)

₪) - שווי סכום התחייבויות לא תפעוליות (800,000 ₪)].

על פי הנתונים שסיפקת, אנו מעריכים כי שווי המניות הוא 17,471,662 ₪ .

בכבוד רב
מחלקת הערכת שווי