



Financial
Immunities
DEALING ROOM

31 באוגוסט 2022

לכבוד

ברם תעשיות בע"מ (להלן: "ברם")

א.ג.נ.,

הנדון: מכתב הסכמה להכללת עבודה כלכלית בדוחותיה הכספיים של ברם

הרינו להודיעכם כי אנו נותנים בזאת את הסכמתנו להכללת עבודת בחינה לירידת ערך פעילות ברמלי ארה"ב הרשומה בספרי ברם ליום 30 ביוני, 2022, אשר נערכה ונחתמה על ידינו ביום 31.08.2022, במסגרת דוחותיה החצי שנתיים של ברם ליום 30.06.2022 וכן את הסכמתנו כי עבודה זו תפורסם לציבור. כן אנו מסכימים כי מכתב זה יצורף אף הוא לדוחותיה החצי שנתיים של ברם ליום 30.06.2022 ויפורסם לציבור.

בברכה,

חיסונים פיננסים חדרי עסקאות בע"מ

Financial Immunities Dealing Rooms Ltd.



Financial
Immunities

DEALING ROOM

ברם תעשיות בע"מ

בדיקת ירידת ערך נכסים של חברת

Bramli USA Inc, בהתאם לתקן

חשבונאות בינלאומי IAS36 - ירידת ערך

נכסים ליום 30 ביוני, 2022





תוכן העניינים

4	1 מבוא	4
4.....	1.1 מטרת העבודה	4
4.....	1.2 מקורות מידע	4
5.....	1.3 תמצית הממצאים	5
6.....	1.4 הגבלת אחריות	6
8	2 תאור פעילות החברה	8
8.....	2.1 כללי	8
8.....	2.2 מוצרים	8
8.....	2.3 שיווק והפצה	8
9.....	2.4 רכוש קבוע ומתקנים	9
9.....	2.5 כח אדם	9
10	3 הסביבה העסקית	10
10.....	3.1 הסביבה המאקרו כלכלית העולמית	10
10.....	3.2 ענף המוצרים הייחודיים לבית מפלסטיק	10
12	4 נתונים פיננסיים של החברה	12
12.....	4.1 תוצאות הפעילות	12
13.....	4.2 מאזן	13
14	5 מתודולוגיה	14
14.....	5.1 כללי	14
14.....	5.2 יחידה מניבת מזומנים	14
14.....	5.3 עיתוי בחינת ירידת ערך	14
15.....	5.4 הקצאת מוניטין ליחידות מניבות מזומנים	15
15.....	5.5 שווי הוגן נטו ושווי שימוש	15
16.....	5.6 הכרה בהפסד מירידת ערך	16
16.....	5.7 ערך בספרים של יחידה מניבה מזומנים	16
17.....	5.8 הטיפול בזכויות שאינן מקנות שליטה	17



17.....	הערכת סכום בר-ההשבה	5.9
20.....	6 שיעור ההיוון	
20.....	כללי	6.1
21.....	הנחות עבודה לאומדן שיעור ההיוון	6.2
22.....	סיכום	6.3
23.....	7 הערכת השווי	
23.....	סיכום הערכת השווי	7.1
23.....	כללי	7.2
23.....	הנחות עיקריות בבסיס תחזית תזרימי המזומנים	7.3
23.....	הכנסות	7.4
24.....	עלות המכר	7.5
25.....	הוצאות מכירה ושיווק	7.6
26.....	הוצאות הנהלה וכלליות	7.7
26.....	מסים על הרווח התפעולי	7.8
26.....	השקעות ברכוש קבוע	7.9
26.....	השקעה בנכס זכות שימוש	7.10
27.....	השקעה בהון חוזר תפעולי	7.11
28.....	שיעור ההיוון ושיעור הצמיחה הפרמננטית	7.12
28.....	שיעור ההיוון	7.13
28.....	שיעור הצמיחה הפרמננטית	7.14

31 באוגוסט 2022

לכבוד:

ברם תעשיות בע"מ

שלום רב,

הנדון: בדיקת ירידת ערך נכסים של חברת Bramli USA Inc בהתאם להוראות תקן חשבונאות

בינלאומי IAS 36 - ירידת ערך נכסים

1 מבוא

1.1 מטרת העבודה

בהתאם להסכם התקשרות מחודש יולי 2022 עם הנהלת ברם תעשיות בע"מ (להלן: "ברם"), באמצעות מר שי סמאי, סמנכ"ל כספים של ברם, חיסונים פיננסיים נתבקשה לבחון האם חלה פגיעה בערכם של הנכסים התפעוליים של חברת Bramli USA Inc (להלן: "ברמלי ארה"ב" או "החברה") כפי שיאוחדו במאזני ברם נכון ליום 30.06.2022 (להלן: "מועד הערכת השווי") בחינת ירידת הערך נערכה בהתאם להוראות תקן חשבונאות בינלאומי מס' 36, ירידת ערך נכסים (להלן: "IAS36" ו/או "התקן").

1.2 מקורות מידע

בביצוע העבודה הסתמכנו, בין היתר, על הנתונים הבאים:

- טיוטות דוחות כספיים של החברה ליום 30.06.2022;
- תחזיות לתוצאות הפעילות של החברה לשנים 2022-2027;
- כלל יתרות הנכסים התפעוליים (לרבות נכסים בלתי מוחשיים) והתחייבויות תפעוליות המשוייכים ליחידה המניבה מזומנים, כפי שהם מוצגים במאזן ברם נכון ליום 30.06.2022;
- מידע פיננסי, עסקי ותפעולי אחר, אשר התקבל מהנהלה;
- נתונים ממערכת Capital IQ;
- נתונים פיננסיים של חברות ציבוריות הפועלות בענף בו פועלת החברה;
- מידע משלים שנאסף על ידינו ממקורות גלויים כגון אתרי אינטרנט;
- דוחות ניהוליים פנימיים של החברה;

- שיחות עם הנהלת ברם;
- הערכות ואומדנים מהותיים שנמסרו על ידי הנהלת ברם.

1.3 תמצית הממצאים

בהתבסס על ההנחות והאומדנים המפורטים בעבודה זו, שווי פעילות החברה המהווה להערכתנו אומדן נאות לסכום בר השבחה של היחידה המניבה מזומנים, ליום 30 ביוני 2022, מוערך על ידנו בכ- **13,500 אלפי דולר (מעוגל).**

נמסר לנו ע"י הנהלת ברם כי השווי הפנקסני של נכסי היחידה המניבה מזומנים כפי שיאוחדו במאזני ברם ליום 30.06.2022 עומד על כ- **12,200 אלפי דולר (מעוגל).**

מאחר וסכום בר השבחה של היחידה המניבה מזומנים נכון ליום 30.06.2022 עולה על שווי הפנקסני, אנו סבורים כי לא חלה פגיעה בערכם של הנכסים התפעוליים של החברה ולפיכך אין צורך לבצע הפחתת ערך במאזני ברם בגין נכסיה התפעוליים של החברה.

הטבלה להלן מציגה את סיכום בדיקת ירידת ערך, כמפורט לעיל:

30/6/22
אלפי דולר

13,523	סכום בר השבחה
	<u>נכסים תפעוליים נטו</u>
3,020	לקוחות והכנסות לקבל
157	חייבים ויתרות חובה
3,864	מלאי
1,202	נכס זכות שימוש
9,710	רכוש קבוע, נטו
(3,517)	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
(2,210)	זכאים אחרים ויתרות זכות
12,226	שווי פנקסני של היחידה המניבה מזומנים



1.4 הגבלת אחריות

עבודתנו מיועדת לשימוש הנהלת ברם ולצורך המתואר בלבד, ואין לעשות בעבודה כל שימוש אחר. פרט לדרישה על-פי דין, אין להעביר את חוות דעתנו לשום צד שלישי, או לאזכר את עבודתנו, בלא קבלת הסכמתנו מראש ובכתב. בשום מקרה, בין אם ניתנה הסכמה כאמור ובין אם לאו, לא נישא בשום אחריות כלפי צד שלישי אליו הועברה חוות דעתנו.

זיהויה של היחידה המניבה מזומנים כהגדרתה בתקן והרכב נכסיה הינה באחריות ברם והננו מסתמכים על נתונים אלה כפי שסופקו לידינו על ידי הנהלת ברם. כמו כן, באחריותה של ברם להקצות את ההפסד מירידת הערך, ככל שקיים, לצורך הקטנת הערך בספרים של נכסי היחידה המניבה מזומנים.

במהלך עבודתנו קיבלנו מידע, הסברים ומצגים מברם ו/או ממי מטעמה. האחריות למידע, נכונות הנתונים, המצגים וההבהרות הנ"ל הנה על ספקי מידע זה. מסגרת עבודתנו לא כללה בדיקה ו/או אימות של הנתונים שקיבלנו כאמור. לאור זאת, עבודתנו לא תיחשב ולא תהווה אישור לנכונותם, שלמותם או דיוקם של הנתונים, שהועברו אלינו. עם זאת, ביצענו בדיקות שונות במספר מקרים לסבירות הנתונים והתחזיות. בדיקות אלו כללו, בין היתר, ניתוח דוחות כספיים ומידע פיננסי אחר.

בשום מקרה לא נהיה אחראים לכל הפסד, נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצדם של ברם ו/או מי מטעמה, או כל התבססות אחרת על מידע כאמור, בכפוף לאמור לעיל.

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 מההערכות, שתעשנה במועד מאוחר יותר. על-כן, לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הביטחון המיוחסת לנתוני דוחות כספיים מבוקרים. אין אנו מביעים דעה באשר להתאמת התחזיות שנערכו על-ידי ברם ו/או מי מטעמה לתוצאות הפיננסיות, שתתקבלנה בפועל.

הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות במקרים רבים בשיקול הדעת הסובייקטיבי של מעריך השווי. לפיכך, אין שווי הוגן יחיד בלתי מעורער, ובדרך-כלל אנו קובעים טווח סביר לשווי ההוגן. היות ובמקרה זה מטרת ההערכה דורשת שווי ספציפי, יקבע שווי המייצג את נקודת האמצע של טווח השווי הסביר.

עבודתנו לא תהווה בדיקת נאותות ואין להסתמך עליה כבדיקת נאותות.

מוסכם בין חיסונים פיננסיים וברם, כי פרט למקרה בו ייקבע על-ידי בית-משפט כי חיסונים פיננסיים פעלה בזדון, לא תישא חיסונים פיננסיים בכל אחריות כלפי ברם, מכל מקור שהוא ועל-פי כל עילה שהיא,



לרבות בניזיקין, בכל הקשור לביצוע שירותים על-פי הצעה זו, ולא תהיה לברם או למי מטעמה כל טענה ו/או תביעה כלפי חיסונים פיננסים, לרבות בדרך של הודעת צד שלישי, בכל הקשור, במישרין או בעקיפין, לשירותים הניתנים בהתקשרות ובשירותים, המוענקים על-ידי חיסונים פיננסים לברם.

מבלי לגרוע מהאמור לעיל, אחריותה של חיסונים פיננסים לפצות את ברם במקרה של נזקים, שייגרמו לה כתוצאה ישירה מפעולת חיסונים פיננסים, במידה שייקבע על-ידי בית-המשפט בהתאם לאמור לעיל, לא תעלה על שלוש פעמים שכר הטרחה שישולם לחיסונים פיננסים בגין השרות.

אם ניתבע בהליך משפטי או בהליך אחר לשלם סכום כלשהו לצד שלישי בקשר עם ביצוע השירותים המפורטים במכתב זה, מתחייבת ברם לפצות ולשפות את חיסונים פיננסים בגין תביעה כאמור וכמו-כן לשאת בכל ההוצאות הסבירות שנוציא או שנידרש לשלם עבור ייעוץ וייצוג משפטי, חוות דעת מומחים, התגוננות מפני הליכים משפטיים, משא ומתן וכיו"ב, בקשר לכל תביעה, דרישה או הליכים אחרים בשל חוות דעת זו. לא תחול כל חובת שיפוי על חיסונים פיננסים, אלא אם ייקבע כי פעלנו בקשר לחוות הדעת בזדון.

בכבוד רב,

חיסונים פיננסים, חדרי עסקאות בע"מ

Financial Immunities Dealing Room Ltd.



2 תאור פעילות החברה

2.1 כללי

ברמלי ארה"ב הינה חברה פרטית הרשומה בג'ורג'יה, ארה"ב. החברה מתמחה בייצור מוצרים ייחודיים לבית כדוגמת כלי מטבח מפלסטיק, כלים לנשיאת מזון, כלי אחסון ומוצרים אחרים. מוצרי החברה מיוצרים בשיטת ההזרקה תוך שימוש בפוליפרופילן כחומר הגלם העיקרי. החברה משווקת הן מוצרים המיוצרים במפעלה בארה"ב והן מוצרים המיוצרים בישראל. מפעל ברמלי ארה"ב החל את פעילותו במהלך הרבעון הראשון לשנת 2016.

2.2 מוצרים

החברה מפתחת, מייצרת ומוכרת כלי בית מפלסטיק לנשיאת מזון ואחסון בעיצובים ייחודיים. מוצרי החברה כוללים מוצרים מעוצבים וייחודיים לבית, כגון קופסאות אוכל, כלי מטבח ייחודיים, פתרונות לאחסון מזון, קופסאות אחסון גדולות וסלים. מוצרי החברה נחלקים ל- 3 קטגוריות עיקריות:

1. מוצרים למטבח - סטים שונים לשימוש במטבח כגון סט מיקרו, קערת סלט עם כפות וסט לאפיית עוגה.
2. קופסאות לנשיאת מזון - קופסאות לשימוש יומימי לאחסון ונשיאת מזון לביה"ס ולעבודה, למבוגרים ולילדים. בשוק קיימת דרישה גוברת למוצרים אלו כחלק מהמודעות לשמירה על בריאות ותכנון תזונתי.
3. קופסאות אחסון - מוצרים אלה כוללים סלים וקופסאות לנשיאה ו/או אחסון בחדרי ילדים ובמחסנים ביתיים.

2.3 שיווק והפצה

מוצרי החברה נמכרים לחלק ניכר מהרשתות הקמעונאיות המובילות בארה"ב, כגון WALMART, BIG, LOTS, BED BATH & BEYOND, ועוד. עיקר פעילות המכירות של החברה מתבצעת באמצעות סוכנים המוכרים את מוצריה ישירות לרשתות הקמעונאיות.

פעילות השיווק של החברה כוללת, בין השאר, השתתפות בתערוכות מקצועיות, פגישות שוטפות עם לקוחות, הפצת קטלוגים של מוצרי החברה, הפצת ניוזלטרים ועוד.

ביום 3.08.2021 התקשרה החברה בהסכם לאספקת מוצרי אחסון לפיו החברה תייצר ותמכור למזמינה מוצרים בהיקף שנתי של כ- 4.8 מיליון דולר החל משנת 2022 ובמשך תקופה של 3 שנים ממועד ההתקשרות. היצור כאמור יבוצע באמצעות תבניות הזרקה שיסופקו על ידי המזמינה (כאשר יתר הציוד הנדרש ליצור יירכש על חשבון החברה).

2.4 רכוש קבוע ומתקנים

בבעלות ברמלי ארה"ב 14 מכונות הזרקה וכ- 70 תבניות הזרקה המשמשות לייצור. מפעל החברה פועל בשלוש משמרות יומיות, שישה ימים בשבוע.

בחודש מאי 2015 התקשרה ברמלי ארה"ב בהסכם שכירות שעיקרו שכירת מקרקעין המשמש את ברמלי ארה"ב כמפעל לייצור מוצריה וכן כמחסן קדמי המשרת את פעילות ברם מול לקוחותיה בארה"ב, והכל לתקופה כוללת של 9 שנים החל מיום 1.01.2016.

על פי הסכם השכירות, שטח המושכר הינו כ- 7,000 מ"ר בשנה הראשונה, כ- 8,800 מ"ר בשנה השניה וכ- 12,300 מ"ר בשנה השלישית ואילך. דמי השכירות נקבעו לסך של כ- 28 אלפי דולר בתוספת דמי ניהול החל מהשנה הראשונה ועד סך של כ- 53 אלפי דולר בתוספת דמי ניהול בשנה התשיעית והאחרונה.

2.4.1 חומרי הגלם

חומרי הגלם המשמשים את ברמלי ארה"ב (בעיקר פוליפרופילן) נרכשים על ידה הן מספקים מקומיים בארה"ב, והן מספקים אחרים באמצעות יבוא.

במהלך שנת 2021 נרשמה עלייה משמעותית במחירי חומרי הגלם לתעשיית הפלסטיקה הנובעת, בין היתר, משילוב של עליית מחירי הנפט יחד בעיות בשרשרת האספקה והאמרת מחירי ההובלות.

2.5 כח אדם

על עובדי ברמלי ארה"ב נמנים עובדי הנהלה, ייצור, מחסן ואריזה המועסקים במסגרת הסכמי העסקה אישיים. במידת הצורך מתגברת ברמלי ארה"ב את מצבת כוח האדם ונעזרת בעובדי קבלן.

נכון ליום 31.12.2021 העסיקה החברה כ- 70 עובדים.

3 הסביבה העסקית

3.1 הסביבה המאקרו כלכלית העולמית¹

הערכות חטיבת המחקר של בנק ישראל לגבי ההתפתחויות בסביבה העולמית מתבססות בעיקרן על התחזיות שמגבשים מוסדות בין-לאומיים ובתי השקעות זרים.

בחטיבת המחקר מניחים כי הצמיחה ב-2022 במשקים המפותחים תתמתן בכ-0.9 נקודות אחוז ביחס לתחזית הקודמת, ותעמוד על 3%, וב-2023 היא תעמוד על 2.3% (נמוך בכ-0.2 נקודות אחוז מהתחזית הקודמת). החלק העיקרי של העידכון מוסבר על ידי ההערכות של מוסדות בינלאומיים לגבי ההשלכות של המלחמה באוקראינה והסנקציות שננקטו: פגיעה של כ-1 נקודת אחוז בצמיחת המשקים המפותחים במהלך השנה הקרובה. קצב האינפלציה במשקים המפותחים בשנים אלו יסתכם ב-5% וב-2% בשנים 2022 ו-2023 בהתאמה, מזה תרומה של כ-2 נקודות אחוז במהלך 4 הרבעונים הקורבים כתוצאה מהמלחמה. הריביות הממוצעות של הבנקים המרכזיים של המשקים המפותחים צפויות להיות גבוהות מאוד ביחס לרמתן בתחזית ינואר, ולעמוד בעוד שנה על 1.3% (לעומת 0.3% בתחזית הקודמת). בסוף 2022 הריבית צפויה לעמוד על 1.1% (לעומת 0.3% בתחזית הקודמת) ובסוף 2023 על 1.6% (לעומת 0.6% בתחזית הקודמת). המחיר הממוצע של חבית נפט מסוג "ברנט" תנודתי מאוד בשבועות האחרונים, ועמד ברבעון הראשון של 2022 על כ-98 דולר, עליה של כ-24% ביחס לממוצע ברבעון הרביעי.

3.2 ענף המוצרים הייחודיים לבית מפלסטיק

3.2.1 כללי

המוצרים הייחודיים לבית מפלסטיק נמכרים ברובם ברשתות שיווק ובחנויות פרטיות. בשנים האחרונות, המגמה הבולטת בתחום ענף המוצרים הייחודיים לבית מפלסטיק הינה שימת דגש על נוחות שימוש, חדשנות ועיצוב המוצרים.

המוצרים עשויים מחומרים מאושרי מזון לפי התקן של ה-FDA.

על רקע המעבר למכירת מוצרים נוספים ברשתות הקמעונאיות בארה"ב (בנוסף על מזון) והדרישה של הרשתות למוצרים ייחודיים לבית, הביקושים הענפיים הם למוצרים חדשניים ומעוצבים אשר יימכרו במחירים תחרותיים.

¹ מקור: בנק ישראל, "התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אפריל 2022".



3.2.2 גורמי הצלחה

להלן יפורטו גורמי מפתח עיקריים להצלחת פעילות החברה, להערכת הנהלת ברם:

- פיתוח מוצרים ייחודיים, מעוצבים וחדשניים וגיוון סל המוצרים המוצע;
- מערך שיווק והפצה יעיל לצד מיקום מחסנים אסטרטגי;
- גמישות בייצור והספקה מהירה, אמינה ויעילה;
- מחיר תחרותי.

3.2.3 חסמי כניסה עיקריים

להלן יפורטו חסמי כניסה עיקריים לתחום הפעילות של החברה, להערכת הנהלת ברם:

- עלויות גבוהות של תבניות, מכונות ורובוטים;
- יכולות טכניות הנדרשות להחזקתו ותפעולו של מפעל;
- השקעה בפיתוח קווי מוצרים חדשניים, מעוצבים ואיכותיים לצד רשת הפצה יעילה;
- השקעה במיתוג ויצירת קשרי לקוחות בחו"ל.

3.2.4 מוצרים תחליפיים ותחרות

למוצרים בענף המוצרים הייחודיים לבית מפלסטיק ישנם תחליפים העשויים מחומרים אחרים כגון זכוכית ואלומיניום. יתרונות הפלסטיק למול חומרים אלה מתבטאים במחיר תחרותי ובאפשרות לעצב מוצר ייחודי וחדשני בקלות יחסית.

המוצרים בענף המוצרים הייחודיים לבית מפלסטיק הם מוטי-עיצוב, המוצעים בפלח המחירים הנמוך בשוק והם מיועדים לפנות לצורך צרכני של קניית דחף (Impulse Buy).

4 נתונים פיננסיים של החברה

4.1 תוצאות הפעילות

בטבלה להלן, מוצגת תמצית תוצאות הפעילות של החברה לשנים 2019-2021 וכן למחצית הראשונה של שנת 2022 (אלפי דולר):

H1/2022	ברמלי ארה"ב - דוחות רווח והפסד			אלפי דולר
	2021	2020	2019	
8,494	15,774	16,563	10,341	הכנסות ממכירות
<u>8,544</u>	<u>15,460</u>	<u>14,090</u>	<u>9,124</u>	עלות המכירות
(49)	314	2,472	1,217	רווח (הפסד) גולמי
<i>-1%</i>	<i>2%</i>	<i>15%</i>	<i>12%</i>	<i>שיעור רווח גולמי</i>
355	876	896	569	הוצאות מכירה ושיווק
238	794	962	627	הוצאות הנהלה וכלליות
	-	(45)	2	הוצאות (הכנסות) אחרות
(643)	(1,356)	659	19	רווח (הפסד) תפעולי
<i>-8%</i>	<i>-9%</i>	<i>4%</i>	<i>0%</i>	<i>שיעור רווח (הפסד) תפעולי</i>

4.2 מאזן

בטבלה להלן, מוצגים תמונים מאזניים של החברה ליום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2019-2021 וכן ליום 30.06.2022 (אלפי דולר):

30.06.2022	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019	ברמלי ארה"ב - דוחות על המצב הכספי אלפי דולר
				<u>נכסים שוטפים</u>
110	180	382	79	מזומנים ושווי מזומנים
3,020	2,999	2,542	2,284	לקוחות והכנסות לקבל
157	174	209	229	חייבים ויתרות חובה
3,864	3,336	2,444	4,070	מלאי
<u>7,149</u>	<u>6,689</u>	<u>5,577</u>	<u>6,661</u>	
				<u>נכסים לא שוטפים</u>
9,710	9,559	8,215	8,498	רכוש קבוע, נטו
40	45	40	44	יתרות חובה לזמן ארוך
<u>9,750</u>	<u>9,604</u>	<u>8,256</u>	<u>8,542</u>	
<u>16,900</u>	<u>16,293</u>	<u>13,833</u>	<u>15,203</u>	סך נכסים
				<u>התחייבויות שוטפות</u>
94	198	896	1,200	אשראי מתאגידים בנקאיים ואחרים
3,517	2,270	1,741	2,204	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
3,213	3,395	1,463	1,970	זכאים ויתרות זכות
<u>6,823</u>	<u>5,864</u>	<u>4,100</u>	<u>5,374</u>	
				<u>התחייבויות לא שוטפות</u>
35	78	236	615	התחייבויות מתאגידים בנקאיים ואחרים
6,830	6,482	4,246	4,422	הלוואה מחברת האם
<u>6,864</u>	<u>6,560</u>	<u>4,482</u>	<u>5,036</u>	
<u>3,212</u>	<u>3,869</u>	<u>5,251</u>	<u>4,793</u>	<u>הון עצמי</u>
<u>16,900</u>	<u>16,293</u>	<u>13,833</u>	<u>15,203</u>	סך התחייבויות והון



5 מתודולוגיה

5.1 כללי

התקן דורש מהישות המדווחת לאמוד את סכום בר השבה של נכס בכל עת שקיים סימן המצביע על אפשרות של ירידת ערכו של נכס זה. התקן קובע שסכום בר השבה של נכס או יחידה מניבה מזומנים הוא הגבוה מבין שווי ההוגן בניכוי עלויות למכירה (שווי הוגן נטו) לבין שווי השימוש בו.

לעניין המוניטין או נכס בלתי מוחשי בעל אורך חיים בלתי מוגדר, קובע התקן כי בחינה לירידת ערך תבוצע לפחות אחת לשנה או בתדירות גבוהה יותר אם קיימים סימנים לירידת ערך. שלבי העבודה שבוצעו לצורך בחינת ירידת ערך המוניטין הינם כדלקמן:

- זיהוי יחידה מניבה מזומנים אליה שייך המוניטין;
- מדידת סכום בר השבה של היחידה;
- השוואת סכום בר השבה לערך הפנקסני. במקרה שערך פנקסני גבוה מסכום בר השבה – חלה ירידה בערכו של המוניטין שיוחס ליחידה.

5.2 יחידה מניבת מזומנים

לפי סעיף 6 לתקן: "יחידה מניבת מזומנים (Cash – generating unit) היא קבוצת הנכסים המזוהה הקטנה ביותר, המפיקה תזרימי מזומנים חיוביים (Inflows), שהם בלתי תלויים בעיקרם בתזרימי המזומנים החיוביים מנכסים אחרים או מקבוצות נכסים אחרות".

תהליך זיהוי היחידה המניבה מזומנים אליה שייך הנכס כרוך בהפעלת שיקול דעת רב הכולל מבחנים ופרמטרים אותם התקן מבקש לבחון בעת זיהוי היחידה אליה שייך הנכס.

5.3 עיתוי בחינת ירידת ערך

בחינה לירידת ערך של יחידה מניבה מזומנים, אליה הוקצה מוניטין, תבוצע אחת לשנה, ובכל עת שישנו סימן כלשהו לירידת ערך של היחידה. הבחינה תיעשה על ידי השוואת ערכה בספרים של היחידה, כולל מוניטין לסכום בר השבה שלה.

הסימנים העיקריים המעידים על ירידת ערך של היחידה המניבה מזומנים:

1. במהלך התקופה, חלה ירידה משמעותית בערך השוק של היחידה מעבר לחזוי כתוצאה מחלוף הזמן או משימוש רגיל;



2. שינויים משמעותיים בעלי השפעה שלילית על הישות חלו במהלך התקופה או שיחולו בעתיד הקרוב, הסביבה הטכנולוגית, השיווקית, הכלכלית או המשפטית, שבה פועלת הישות, או בשוק אליו מיועד הנכס;
3. במהלך התקופה חלה עלייה בשיעורי הריבית בשוק או בשיעורי תשואה אחרים על השקעות בשוק, וסביר שעלויות אלה ישפיעו על שיעור הניכיון, המשמש בחישוב שווי השימוש של הנכס ויקטינו באופן מהותי את סכום בר ההשבה של הנכס;
4. הערך בספרים של הנכסים נטו של הישות גבוה משווי השוק של הישות.

אם המוניטין שהוקצה ליחידה מניבה מזומנים, או חלקו, נרכש בצירוף עסקים במהלך התקופה השנתית השוטפת, יש לבחון ירידת ערך של יחידה זו לפני תום התקופה השנתית השוטפת.

5.4 הקצאת מוניטין ליחידות מניבות מזומנים

מוניטין שנרכש בצירוף עסקים מייצג תשלום שביצע הרוכש מתוך ציפיות להטבות כלכליות עתידיות מנכסים שלא ניתן לזהותם בנפרד ולהכיר בהם בנפרד. מוניטין אינו מפיק תזרימי מזומנים באופן בלתי תלוי בנכסים אחרים או בקבוצות נכסים אחרות, ולעיתים קרובות תורם לתזרימי המזומנים של מספר יחידות מניבות מזומנים.

לצורך בחינה לירידת ערך, מוניטין שנרכש בצירוף עסקים יוקצה ממועד הרכישה לכל אחת מהיחידות המניבות מזומנים של הרוכש אשר חזויות ליהנות מהסינרגיות של הצירוף, ללא קשר אם נכסים אחרים או התחייבויות אחרות של הגוף שנרכש שויכו ליחידות או קבוצות של יחידות אלה. כל יחידה או קבוצה של יחידות, אליהן הוקצה המוניטין כאמור:

1. תייצג את הרמה הנמוכה ביותר בישות שבה קיים מעקב אחר המוניטין לצרכי הנהלה פנימיים;
2. לא תהיה גדולה ממגזר פעילות;

לעיתים, לא ניתן להקצות מוניטין ליחידות מניבות מזומנים בודדות על בסיס שאינו שרירותי, אלא רק לקבוצות של יחידות מניבות מזומנים. כתוצאה מכך, הרמה הנמוכה ביותר בישות שבה קיים מעקב אחר המוניטין לצרכי הנהלה פנימיים מורכב, לעיתים, ממספר יחידות מניבות מזומנים שאליהן המוניטין קשור, אך שלא ניתן להקצותו להן. במקרה זה הוראות התקן לגבי יחידה מניבת מזומנים בודדת (בהתייחס לנושא המוניטין) יחולו לגבי קבוצות של יחידות מניבות מזומנים, שלהן הוקצה המוניטין.

5.5 שווי הוגן נטו ושווי שימוש

כאמור, סכום בר השבה מוגדר כגבוה מבין שווי הוגן בניכוי עלויות למכירה ושווי שימוש.



שווי הוגן בניכוי עלויות למכירה הוא הסכום שניתן לקבל במכירת נכס או יחידה מניבה-מזומנים בעסקה בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת, בהעדר השפעה הנובעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים ובניכוי עלויות מימוש.

שווי שימוש הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים, החזויים לנבוע מנכס או מיחידה מניבה-מזומנים. שווי שימוש, בניגוד לשווי הוגן, מבוסס על תחזיות הספציפיות לישות, אשר ייתכן ואינן זמינות ליתר השוק.

5.6 הכרה בהפסד מירידת ערך

סעיף 59 לתקן קובע כי יש להכיר בהפסד מירידת ערך של יחידה מניבה מזומנים אם, ורק אם, הסכום בר-ההשבה של היחידה נמוך מהערך בספרים של היחידה.

ההפסד מירידת הערך יוקצה לנכסי היחידה ויקטין את ערכם. ההקצאה תיעשה לפי הסדר הבא:

1. תחילה, יוקטן הערך בספרים של מוניטין כלשהו שהוקצה ליחידה מניבה מזומנים,
 2. לאחר מכן יוקטנו ערכם של שאר נכסי היחידה באופן יחסי לערכם בספרים של כל נכס ביחידה.
- למרות האמור לעיל, הישות לא תקטין את הערך בספרים של נכס מתחת לגבוה מבין שווי ההוגן נטו (אם ניתן לקביעה) או שווי השימוש שלו (אם ניתן לקביעה) או אפס. סכום ההפסד מירידת ערך שאילולא כן היה מוקצה לנכס, יוקצה באופן יחסי לשאר הנכסים ביחידה.

5.7 ערך בספרים של יחידה מניבה מזומנים

לפי סעיף 75 לתקן הכלל המנחה לאגרגציה פנקסנית שיש לבצע בכדי להשוות את הערך בספרים של היחידה המניבה מזומנים לסכום בר ההשבה שלה הוא כי השווי הפנקסני של היחידה ייקבע על בסיס עקבי עם הדרך בו חושב הסכום בר ההשבה של היחידה.

לפי סעיף 76 לתקן, הערך בספרים של יחידה מניבה-מזומנים:

- א. כולל את הערך בספרים רק של הנכסים הניתנים לייחוס במישרין ליחידה המניבה-מזומנים, אלה שניתן להקצותם באופן סביר ועקבי אליה ואשר יפיקו את תזרימי המזומנים החיוביים העתידיים, אשר משמשים בקביעת שווי השימוש של היחידה המניבה-מזומנים; וכן
- ב. אינו כולל את הערך בספרים של התחייבות כלשהי שהוכרה, למעט אם לא ניתן לקבוע את הסכום בר-ההשבה של היחידה המניבה-מזומנים ללא התייחסות לאותה התחייבות.

5.8 הטיפול בזכויות שאינן מקנות שליטה

בהתאם לתקינה, מוניטין המוכר במהלך הקצאת עלות הרכישה הינו ערך שיורי המייצג את המוניטין אשר נרכש על ידי החברה האם לפי שיעור החזקתה בחברה הבת לאחר הרכישה. טיפול חשבונאי זה מבוסס על גישה חשבונאית הקרויה "גישת זכויות הבעלות" (גישה זו עתידה להתבטל בהדרגה בשנים הקרובות וזאת בשל המעבר של התקינה החשבונאית הבינלאומית ל"גישת הישות האחת"). כלומר, ערך המוניטין במאזני כור, לא נרשם על פי סכום המוניטין הנשלט על ידי החברה האם (100% במקרה של שליטה), אלא על פי ערך המוניטין כפי שמשתקף משיעור החזקת החברה האם בחברה הבת (השיעור הנרכש).

כתוצאה מהאמור לעיל, מוניטין המיוחס לזכויות המיעוט אינו מוכר בדוחות הכספיים המאוחדים של החברה האם. מאידך, סכום בר ההשבה של היחידה המניבה כפי שהוא מחושב על פי הנחיות התקן, הינו למעשה שווי הפעילות הכולל של היחידה המניבה ולכן סכום זה כולל אף את חלק המיעוט במוניטין. לפיכך, לצורך בחינה לירידת ערך מוניטין של יחידה מניבה מזומנים שאינה בבעלותה המלאה של החברה האם, יש להתאים באופן רעיוני את הערך בספרים של המוניטין, כך שיגלם גם את חלק המיעוט בו. לאחר מכן, יש להשוות בין הערך בספרים המותאם לבין סכום בר ההשבה של היחידה, כדי לקבוע אם נפגם ערכה של היחידה.

5.9 הערכת סכום בר-ההשבה

התקן מגדיר סכום בר-השבה כגבוה מבין מחיר המכירה נטו 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, שתתקבל 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 למחיר המכירה נטו 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, מחיר המכירה נטו יהיה מחיר השוק של הנכס בניכוי עלויות המימוש. כאשר אין הסכם מכירה מחייב או שוק פעיל לנכס, מחיר המכירה נטו 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.

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

- (א) אמידת תזרימי המזומנים העתידיים, הן החיוביים והן השליליים, שינבעו משימוש מתמשך ביחידה 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 היחידה מניבת המזומנים.
- (ב) תחזיות תזרימי המזומנים של היחידה מניבת המזומנים התבססו על תחזיות כספיות העדכניות ביותר שאושרו על ידי הנהלת החברה, לשנה הקרובה.
- (ג) תחזיות תזרימי המזומנים עד לתום תקופת החיים השימושיים של היחידה מניבת המזומנים, מעבר לחמש השנים הראשונות, נאמדו על ידי אקסטרפולציה של התחזיות לתקופה של חמש שנים.

תחזיות תזרימי המזומנים העתידיים כוללות:

1. תחזיות תזרימי מזומנים חיוביים מהשימוש המתמשך ביחידה מניבה-מזומנים;



2. תחזיות תזרימי מזומנים שליליים, הנגרמים בהכרח, על מנת לייצר את תזרימי המזומנים החיוביים מהשימוש המתמשך ביחידה מניבה-מזומנים, ואשר ניתן ליחסן במישרין, או להקצותם באופן סביר ועקבי, ליחידה מניבה-מזומנים, וכן
3. תזרימי מזומנים נטו, שיתקבלו או ישולמו במימוש היחידה מניבה-מזומנים בתום תקופת החיים השימושיים שלה.

בהתאם להוראות התקן, תזרימי המזומנים העתידיים יאמדו לגבי היחידה מניבת המזומנים 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 היחידה מניבת המזומנים מעבר לזו שהוערכה לפני אותה יציאה הונית.

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



6 שיעור ההיוון

6.1 כללי

לצורך היוון תזרימי המזומנים של פעילות החברה, נעשה שימוש בשיעור היוון, המשקף את ערך הזמן של הכסף ואת הסיכונים העסקיים הגלומים בפעילות החברה.

שיעור ההיוון מחושב לפי מודל ה-WACC, שהינו מחיר ההון המשוקלל של החברה, כמפורט להלן:

$$WACC = K_d \cdot \frac{D}{V} \cdot (1 - t) + K_e \cdot \frac{E}{V}$$

כאשר:

$WACC$: שיעור התשואה המשוקלל הנדרש על השקעה בפעילות החברה;

K_d : שיעור התשואה הנדרשת על התחייבויות החברה;

$\frac{D}{V}$: היחס בין ההתחייבויות הפיננסיות נטו לבין שווי הפעילות;

t : שיעור המס;

K_e : שיעור התשואה הנדרשת על השקעה בהון העצמי של החברה;

$\frac{E}{V}$: היחס בין שווי ההון העצמי לבין שווי הפעילות.

שיעור התשואה הנדרשת על ההון העצמי נאמד תוך שימוש במודל ה-CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + SRP$$

כאשר:

R_f - ריבית חסרת הסיכון.

$R_m - R_f$ - פרמיית הסיכון של השוק.



β - הביטא של חברה מבטאת את רגישות מנייתה לתנודות מאקרו כלכליות ומשקפת את מידת הסיכון השיטתי שלה. בין המשתנים המשפיעים על הביטא של חברה, ניתן למנות את שיעור המינוף הפיננסי של החברה, רמת הגמישות התפעולית וכן עוצמת המחזוריות הרב שנתית המאפיינת את פעילותה.
SRP - פרמיית סיכון בגין גודל החברה.

6.2 הנחות עבודה לאומדן שיעור ההיוון

שיעור המינוף של הפעילות

אמדנו את שיעור המינוף (D/E) של פעילות החברה לטווח הארוך בכ- 50%. במסגרת אומדן שיעור המינוף הבאנו בשיקולינו, בין היתר, את שיעור המינוף הנוכחי של פעילות החברה וכן את שיעור המינוף הענפי.

שיעור התשואה הנדרשת על התחייבויות החברה (Kd)

שיעור התשואה על החוב נאמד נכון למועד הערכת השווי בכ- 9.6%, על בסיס עקום תשואות דולרי המתאים לדירוג - b לתקופה של 10 שנים.

שיעור המס

הנחנו שיעור מס של 26.75% בהתבסס על שיעור מס משוקלל המביא בחשבון שיעור מס פדרלי של 21% ושיעור מס מדינתי של 5.75%.

ריבית חסרת סיכון (Rf)

ריבית חסרת הסיכון נקבעה על בסיס התשואה לפדיון של התשואה הנומינלית של אגרות חוב של ממשלת ארה"ב לתקופה של כ- 10 שנים אשר עמדה על כ- 2.98%², נכון למועד ההערכה.

פרמיית הסיכון של השוק (Rm-Rf)

פרמיית הסיכון של השוק (Rm-Rf) נקבעה על בסיס פרמיית הסיכון המאפיינת את השוק האמריקאי המוערכת בכ- 6.01%³.

הביטא (β)

הביטא של החברה מבטאת את רגישות מניית החברה לתנודות מאקרו כלכליות ומשקפת את מידת הסיכון השיטתי שלה. בין המשתנים המשפיעים על הביטא של חברה, ניתן למנות את שיעור המינוף

²מקור: <https://home.treasury.gov/policy-issues/financing-the-government/interest-rate-statistics>

³ מקור הנתונים: Damodaran יולי 2022.

הפיננסי של החברה, רמת הגמישות התפעולית וכן עוצמת המחזוריות הרב שנתית המאפיינת את פעילותה.

אמדנו את הביטא התפעולית של החברה בכ- 0.78 בהתבסס על נתוני הביטא התפעולית של ענף ה-Packaging & Container⁴. בהתבסס על אומדן הביטא התפעולית של החברה, שיעור המינוף לטווח הארוך אשר נאמד בכ- 50% ושיעור מס של 26.75%, הביטא של מניית החברה נאמדה בכ- 1.07.

פרמיית סיכון בגין גודל חברה (SRP - Size Risk Premium)

על בסיס מיטב ניסיונו ושיקול דעתנו המקצועי ובהתבסס על ממצאי מחקר שנערך על ידי פירמת הייעוץ Kroll, הוספנו לתשואה הנדרשת על ההון העצמי פרמיית סיכון נוספת בגובה של כ- 7.9% בגין קוטנה היחסי של החברה.

6.3 סיכום

הטבלה להלן מרכזת את כלל ההנחות והנתונים בהם השתמשנו לצורך חישוב שיעור ההיוון של החברה:

ברמלי ארה"ב				
פרמטר	ערך	הערות (מקורות)		
ריבית חסרת סיכון	2.98%	א	ריבית חסרת סיכון דולרית למח"מ של 10 שנים	
פרמיית השוק	6.01%	ב	Damodaran Online לארה"ב 01.07.2022	
ביטא תפעולית לא ממונפת	0.78	ג	ביטא ענפית (Packaging & Container). מקור: Damodaran Online	
ביטא ממונפת	1.07	ד	על פי משוואת המאדה (HAMADA): $(\text{beta relevered} = (1 + (1 - \text{tax rate}) * (D/E)) * \text{beta unlevered})$	
פרמיית גודל	7.89%	ה	Duff & Phelps 2021 Valuation Handbook עשיון 10	
תשואה על ההון העצמי	17.27%	ו	$\alpha = \beta \times \tau + \epsilon$	
מחיר החוב	9.57%	ז	תשואת אג"ח דולרית ל- 10 שנים בדירוג B-	
יחס הון	66.7%	ח		
יחס חוב	33.3%	ט		
שיעור מס	26.8%	י	שיעור מס פדרלי ומדינתי	
WACC (מעוגל)	14.00%	יא	$\tau \times \alpha \times (1 - \tau) + \tau \times \epsilon$	

מהצבת הנתונים לעיל במשוואה לאמידת התשואה הנדרשת על ההון העצמי, עולה כי התשואה הנדרשת על הונה העצמי של החברה מוערכת בכ- 17.3%. כמו כן, שיעור ההיוון המשוקלל (WACC) של החברה, המהווה להערכתנו אומדן נאות לשיעור ההיוון המתאים לפעילותה מוערך בכ- 14% (מעוגל). שיעור ההיוון לפני מס, המביא לתוצאות סכום בר השבה הזרות לתוצאות השימוש בשיעור היוון לאחר מס הינו כ- 17.5% (מעוגל).

⁴ מקור: Damodaran

7 הערכת השווי

7.1 סיכום הערכת השווי

בהתבסס על ההנחות והאומדנים המפורטים להלן, שווי פעילות החברה, המהווה להערכתנו אומדן נאות לסכום בר ההשבה של היחידה המניבה מזומנים, ליום 30 ביוני 2022, מוערך על ידנו בכ- **13,500 אלפי דולר (מעוגל)**.

מצ"ב כנספח א' סיכום תחזית תזרימי המזומנים אשר שימשו להערכת שווי פעילות החברה בהתאם לשיטת ה-DCF.

7.2 כללי

לשם הערכת סכום בר ההשבה של היחידה המניבה מזומנים, אמדנו את שווי פעילות החברה בהתאם להנחיות התקן. להערכתנו, שווי פעילות החברה מהווה אומדן נאות לשווי השימוש וכן לסכום בר ההשבה של היחידה המניבה מזומנים, כהגדרתם בתקן ובעבודה זו.

השיטה שנבחרה על ידנו לצורך הערכת שווי פעילות החברה הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים (שיטת ה-DCF) שכן היא נחשבת לשיטה המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית והמקובלת ביותר באופן פרקטי.

7.3 הנחות עיקריות בבסיס תחזית תזרימי המזומנים

7.4 הכנסות

בהתאם להערכת הנהלת החברה, הכנסות החברה, אשר הסתכמו בכ- 15,774 אלפי דולר בשנת 2021 צפויות להסתכם בכ- 8,250 אלפי דולר במהלך המחצית השנייה של שנת 2022.

בהתאם להערכת הנהלת החברה, הכנסות החברה ממכירת מוצרים מתוצרתה של החברה צפויות להסתכם בכ- 18,000 אלפי דולר ובכ- 20,000 אלפי דולר, במהלך השנים 2023 ו-2024, בהתאמה.

כמו כן, בהתאם להערכת הנהלת החברה, במהלך השנים 2025-2027 צפויה צמיחה שנתית ממוצעת בשיעור של כ- 9.5% בהכנסות ממכירת מוצרי החברה.

בהתאם להערכת הנהלת החברה, הכנסות החברה ממכירת מוצרים שאינם מתוצרתה של החברה צפויות להסתכם במהלך השנים 2023 ו- 2024 בכ- 1,500 אלפי דולר ובכ- 2,000 אלפי דולר, בהתאמה. כמו כן, בהתאם להערכת הנהלת החברה, במהלך השנים 2025-2027 צפויה צמיחה שנתית ממוצעת בשיעור של כ- 23% בהכנסות ממכירת מוצרים שאינם מתוצרתה של החברה.

החל משנת 2028 ואילך, הנחנו צמיחה שנתית פרמננטית בשיעור של כ- 3% בהכנסות החברה.



בטבלה להלן מוצגת תחזית להכנסות החברה למחצית השנייה של שנת 2022 וכן לשנים 2023-2027, כפי שהתקבלה מהנהלת החברה:

תחזית 2027	תחזית 2026	תחזית 2025	תחזית 2024	תחזית 2023	תחזית H2/2022	
26,250	24,000	22,000	20,000	18,000	8,250	הכנסות ממכירת מוצרים שיוצרו
3,750	3,000	2,500	2,000	1,500	0	הכנסות ממכירת מוצרים שנרכשו
30,000	27,000	24,500	22,000	19,500	8,250	סך הכנסות
11.1%	10.2%	11.4%	12.8%	16.5%		שיעור צמיחה בהכנסות

7.5 עלות המכר

בטבלה להלן מוצגת תחזית לעלות המכר ולרווח הגולמי של החברה למחצית השנייה של שנת 2022 וכן לשנים 2023-2027, כפי שהתקבלה מהנהלת החברה:

תחזית 2027	תחזית 2026	תחזית 2025	תחזית 2024	תחזית 2023	תחזית H2/2022	עלות המכירות
3,750	3,600	3,450	3,300	3,150	1,500	הוצאות שכר
470	430	400	360	325	150	עובדי קבלן
3,000	2,400	2,000	1,600	1,200	0	קניית מוצרים מוגמרים
13,125	12,000	11,000	10,000	9,000	4,785	שימוש בחומרים
580	530	480	440	400	150	תחזוקה
870	800	725	660	585	175	חשמל
300	270	245	220	160	70	הוצאות ביטוח
171	166	161	157	147	62	דמי ניהול ואחזקת מבנה
<u>1,660</u>	<u>1,660</u>	<u>1,660</u>	<u>1,660</u>	<u>1,660</u>	<u>830</u>	פחת
23,926	21,856	20,121	18,397	16,627	7,722	סך עלות המכירות
6,074	5,144	4,379	3,603	2,873	528	רווח גולמי
20.2%	19.1%	17.9%	16.4%	14.7%	6.4%	שיעור רווח גולמי

שימוש בחומרים

שיעור השימוש בחומרים עמד על כ- 65% במהלך שנת 2021, בין היתר כאמור, בעקבות עליית מחירי חומרי הגלם. בהתאם להערכת הנהלת החברה, שיעור השימוש בחומרים (כ- % מההכנסות ממכירת מוצרים מתוצרתה של החברה) צפוי לעמוד על כ- 58% במהלך המחצית השנייה של שנת 2022 ועל כ- 50% במהלך כל אחת מיתר שנות התחזית.

קניית מוצרים מוגמרים

בהתאם להערכת הנהלת החברה, עלות רכישת המוצרים המוגמרים צפויה לעמוד על כ- 80% ממחיר המכירה שלהם המשקפת רווחיות גולמית בשיעור של 20%.

הוצאות שכר

בהתאם להערכת הנהלת החברה, הוצאות השכר בעלות המכר אשר הסתכמו בכ- 2,648 אלפי דולר במהלך שנת 2021, צפויות להסתכם בכ- 1,500 אלפי דולר במהלך המחצית השנייה של שנת 2022. החל משנת 2023 ואילך הוצאות השכר צפויות לצמוח בשיעור שנתי ממוצע של כ- 4.5%.

הוצאות אחזקה, חשמל, ביטוח וניהול מבנה

בהתאם לתקציב החברה, סך הוצאות אחזקה, חשמל, ביטוח וניהול מבנה צפויות להסתכם בכ- 457 אלפי דולר במהלך המחצית השנייה של שנת 2022 ובכ- 1,292 אלפי דולר במהלך שנת 2023.

הוצאות פחת

בהתאם לתקציב החברה, סך הוצאות הפחת (לרבות הוצאות פחת שנתיות בסך של כ- 500 אלפי דולר בגין נכס זכות שימוש) צפויות להסתכם בכ- 830 אלפי דולר במהלך המחצית השנייה של שנת 2022 ובכ- 1,660 אלפי דולר במהלך שנת 2023.

7.6 הוצאות מכירה ושיווק

בטבלה להלן מוצגת תחזית להוצאות המכירה ושיווק של החברה למחצית השנייה של שנת 2022 וכן לשנים 2023-2027, כפי שהתקבלה מהנהלת החברה:

תחזית 2027	תחזית 2026	תחזית 2025	תחזית 2024	תחזית 2023	תחזית H2/2022	הוצאות מכירה ושיווק
1,063	950	850	750	650	350	הוצאות שכר
25	25	25	25	25	13	עמלות
210	190	170	155	140	60	הובלה
80	80	80	80	80	40	נסיעות
1,378	1,245	1,125	1,010	895	463	סך הוצאות מכירה ושיווק
4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%	5.6%	כ- % מהכנסות

הוצאות המכירה והשיווק של החברה, כוללות בעיקר משכורות לעובדי מכירות, עמלות, עלויות הובלה ונסיעות.

בהתאם לתקציב החברה, הוצאות המכירה ושיווק של החברה אשר הסתכמו במהלך שנת 2021 בכ- 876 אלפי דולר, צפויות להסתכם במהלך המחצית השנייה של שנת 2022 בכ- 463 אלפי דולר.

החל משנת 2023 ואילך, הוצאות המכירה ושיווק צפויות לעמוד על שיעור של כ- 4.6% מההכנסות במהלך כל אחת משנות התחזית.

7.7 הוצאות הנהלה וכלליות

בטבלה להלן מוצגת תחזית להוצאות הנהלה וכלליות של החברה למחצית השנייה של שנת 2022 וכן לשנים 2023-2027, כפי שהתקבלה מהנהלת החברה:

תחזית 2027	תחזית 2026	תחזית 2025	תחזית 2024	תחזית 2023	תחזית H2/2022	הוצאות הנהלה וכלליות
232	225	219	212	206	100	הוצאות שכר
50	50	50	50	50	25	הוצאות רכב
25	25	25	25	25	13	נסיעות
510	460	400	375	325	138	משרדיות
60	60	60	60	60	30	מקצועיות
40	40	40	40	40	20	פחת
917	860	794	762	706	325	סך הוצאות הנהלה וכלליות
3.1%	3.2%	3.2%	3.5%	3.6%	3.9%	כ- % מההכנסות

בהתאם לתקציב החברה, הוצאות הנהלה וכלליות של החברה אשר הסתכמו במהלך שנת 2021 בכ- 794 אלפי דולר, צפויות להסתכם במהלך המחצית השנייה של שנת 2022 בכ- 325 אלפי דולר. במהלך השנים 2023-2027 הוצאות הנהלה וכלליות צפויות לצמוח בקצב שנתי ממוצע של כ- 7%.

7.8 מסים על הרווח התפעולי

ניכינו מסים על הרווח התפעולי בשיעור של 26.75% בהתבסס על שיעור מס משוקלל המביא בחשבון שיעור מס פדרלי של 21% ושיעור מס מדינתי של 5.75%.

7.9 השקעות ברכוש קבוע

בהתאם להערכת הנהלת החברה, ההשקעה בתבניות וברכוש קבוע צפויה להסתכם בכ- 1,000 אלפי דולר במהלך המחצית השנייה של שנת 2022. כמו כן, ההשקעה השנתית בתבניות וברכוש קבוע צפויה להסתכם בכ- 750 אלפי דולר בכל אחת מיתר שנות התחזית. הנחנו כי בשנה המייצגת ההשקעות ברכוש קבוע יסתכמו בכ- 1,251 אלפי דולר, בהתאם להוצאות הפחת הצפויות בגין הרכוש הקבוע.

7.10 השקעה בנכס זכות שימוש

הנחנו כי תידרש השקעה בנכס זכות שימוש בתום שנת 2024, עם סיום הסכם השכירות הנוכחי של החברה.

אמדנו את ההשקעה הצפויה בתום שנת 2024 בנכס זכות שימוש בכ- 8,191 אלפי דולר, בהתבסס על דמי שכירות שנתיים בסך של כ- 639 אלפי דולר ושיעור ריבית של 7.8%. ערכה הנוכחי של ההשקעה בנכס זכות שימוש נכון ליום 30.06.2022 נאמד בכ- 5,898 אלפי דולר, תוך שימוש בשיעור ההיוון המשוקלל של החברה (כ- 14%).

7.11 השקעה בהון חוזר תפעולי

ההשקעה בהון חוזר תפעולי בכל אחת משנות התחזית נאמדה בהתבסס על מדיניות האשראי של החברה עם לקוחותיה, ימי אשראי הספקים וימי המלאי כמפורט להלן:

- **לקוחות** - התחזית ליתרת הלקוחות לשנים 2022-2027 נערכה בהתבסס על היקף ההכנסות הצפויות בכל אחת משנות התחזית וכן על 70 ימי לקוחות.
- **מלאי** - התחזית ליתרת המלאי לשנים 2022-2027 נערכה בהתבסס על כ- 45 ימי מלאי.
- **ספקים וחברות קשורות** - התחזית ליתרת הספקים והחברות הקשורות לשנים 2022-2027 נערכה בהתבסס על היקף הקניות הצפויות בכל אחת משנות התחזית וכן על 90 ימי ספקים.

בטבלה להלן מוצגת התחזית לסעיפי ההון החוזר התפעולי של החברה לשנים 2022-2027 וכן התחזית להשקעה הצפויה בהון חוזר תפעולי בכל אחת מהשנים הללו:

תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	תחזית	בפועל	
2027	2026	2025	2024	2023	2022	30.06.2022	
5,753	5,178	4,699	4,219	3,740	3,164	3,020	לקוחות
4,568	4,174	3,837	3,501	3,159	3,084	3,864	מלאי
(3,976)	(3,551)	(3,205)	(2,860)	(2,515)	(2,360)	(5,652)	ספקים וחברות קשורות
6,345	5,801	5,330	4,860	4,384	3,889	1,231	הון חוזר תפעולי
21.2%	21.5%	21.8%	22.1%	22.5%			כ- % מהכנסות
544	471	470	476	496	2,657		השקעה בהון חוזר תפעולי



7.12 שיעור ההיוון ושיעור הצמיחה הפרמננטית

7.13 שיעור ההיוון

כמפורט לעיל, שיעור ההיוון המשוקלל (WACC) של החברה, המהווה להערכתנו אומדן נאות לשיעור ההיוון המתאים לפעילותה מוערך בכ- 14% (מעוגל). שיעור ההיוון לפני מס, המביא לתוצאות סכום בר השבה הזהות לתוצאות השימוש בשיעור היוון לאחר מס הינו כ- 17.5%.

7.14 שיעור הצמיחה הפרמננטית

הנחנו כי תזרים המזומנים החופשי של החברה יצמח החל משנת 2028 ואילך בשיעור פרמננטי של 3%.

נספח ב' - ניתוחי רגישות

בטבלה להלן מוצג ניתוח רגישות לסכום בר ההשבה כתלות במשתנים המהותיים לתוצאות הערכת שווי הפעילות החברה:

שיעור היוון							
15.5%	15.0%	14.5%	14.0%	13.5%	13.0%	12.5%	
9,295	10,046	10,856	11,732	12,684	13,720	14,852	1.5%
9,702	10,493	11,350	12,280	13,292	14,398	15,612	2.0%
10,140	10,977	11,885	12,874	13,955	15,141	16,447	2.5%
10,613	11,501	12,467	13,523	14,682	15,958	17,370	3.0%
11,126	12,070	13,102	14,234	15,481	16,861	18,396	3.5%
11,683	12,691	13,798	15,016	16,364	17,864	19,543	4.0%
12,291	13,372	14,562	15,880	17,345	18,985	20,832	4.5%

שיעור צמיחה פרמנטית



נספח ג' - פרטי החברה המעריכה ומעריכי השווי

קבוצת חיסונים פיננסיים הינה אחת מחברות הייעוץ הפיננסי כלכלי הגדולות בישראל, מעסיקה כ- 30 יועצי ניהול סיכונים פיננסיים, כלכלנים בכירים, רו"ח, מתמטיקאים ומשפטנים. עוסקת בייעוץ כלכלי ופיננסי למעל 300 חברות ציבוריות ופרטיות, שהיקף מחזורן השנתי הכולל עולה על 45% מהתוצר הישראלי. ייעוץ ברמה האסטרטגית והטקטית, בשוק המט"ח, הכספים והאג"ח, ייעוץ השקעות בארץ ובח"ל, הערכות שווי, תמחור נגזרים משובצים, קווי אשראי, הגנות וגידור מפני חשיפה לסיכונים מטבע, אינפלציה ומדדי סחורות.

חיסונים פיננסיים חדרי עסקאות בע"מ הינה חברה למתן שירותים עסקיים וכלכליים, המספקת סל שירותים כולל ונחשבת לאחת החברות הפרטיות המובילות במשק הישראלי בתחומה. החברה הוקמה בשנת 2003 ומתמחה במתן שירותים כלכליים בנושאים מימוניים ועסקיים, רגולטורים וחץ רגולטורים, כולל שירותי ביצוע בחדר עסקאות.

המחלקה הכלכלית מתמחה בביצוע עבודות כלכליות, מימוניות וחשבונאיות תוך עמידה מול רשויות ונופי ביקורת בארץ ובעולם, בתחומים כגון הערכות שווי חברות, כלכלה ומימון, תחום שוק ההון ותחום הערכת שווי הוגן של מכשירים פיננסיים.

מעריכי השווי:

- מר כפיר לנדאו, רו"ח, אנליסט ראשי, בעל תואר BA בכלכלה, ניהול וחשבונאות של המכללה למנהל (בהצטיינות) ובעל תואר שני במשפטים (MA) מאוניברסיטת בר אילן. בעל ניסיון של כ- 5 שנים ככלכלן בכיר בתעשייה אווירית. בעל ניסיון של כ- 15 שנים בתחום הערכות השווי. בעל רישיון ישראלי לראיית חשבון.
- מר רזי אברם, ראש תחום הערכות שווי, בעל תואר שני במינהל עסקים (MBA) בהצטיינות יתרה מאוניברסיטת צפון קרוליינה, ארה"ב ובעל תואר ראשון בהנדסת מכונות (בהצטיינות) מהטכניון. בעל ניסיון של כ- 10 שנים בתחום הערכות השווי.