



TEL AVIV UNIVERSITY אוניברסיטת תל-אביב

הפקולטה לניהול

בית הספר למוסמכים במנהל עסקים ע"ש ליאון רקאנטי

החוג לחשבונאות

סמינריון בניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות

**חברת מיטרוניקס בע"מ**

maytronics  
Exceptional Pool  
Experience

תשע"ב, סמסטר ב'

מגישים:

תום פרטמן

מיכל תגרין

יעל מאירוב

## תוכן ענינים

4----- תקציר מנהלים: -----

5----- פרק ראשון – פרופיל החברה -----

5----- 1. כללי: -----

5----- 2. מבנה הבעלות: -----

5----- 3. מגזרי פעילות: -----

5----- 3.1 תחום מנקי הבריכות הפרטיות: -----

6----- 3.2 תחום מנקי הבריכות הציבוריות: -----

7----- 3.3 תחום MGI / מיטרוניקס צרפת: -----

7----- 4. לקוחות החברה: -----

8----- 5. מצבת העובדים: -----

8----- 6. סחירות המניה: -----

9----- פרק שני- ניתוח נתונים היסטוריים -----

9----- 1. נתונים לגבי פעילות החברה בתקופות קודמות: -----

10----- 2. מאזנים תפעוליים: -----

11----- 3. תמצית לזה: -----

11----- 4. נתוני רווחיות: -----

12----- 5. CAPEX ו- FCF בשנים קודמות: -----

12----- 6. ROC ופירוקו: -----

13----- 7. ניתוח יחסי הון חוזר: -----

14----- פרק שלישי: ניתוח כוחות החפיר -----

14----- 1. ניתוח הסביבה העסקית של החברה: -----

15----- 2. אומדן החפיר ורוחבו: -----

16----- פרק רביעי – הערכת השווי -----

16----- 1. DCF: -----

16----- 2. כללי: -----

16----- 3. אורך תקופת התחזית הפרטנית: -----

16----- 4. חיזוי הצמיחה בהכנסות: -----

16----- מגזר פעילות – בריכות פרטיות -----

17	-----	מגזר פעילות בריכות ציבוריות:
18	-----	מגזר פעילות MGI:
19	-----	5. חיזוי ההוצאות התפעוליות:
19	-----	עלות המכירות:
19	-----	הוצאות מו"פ:
19	-----	הוצאות מכירה ושיווק:
20	-----	הוצאות הנהלה וכלליות:
20	-----	6. שיעור הצמיחה היציבה:
20	-----	7. שיעורי המס החזויים:
20	-----	8. תחזית CAPEX:
21	-----	9. תחזית השקעה בהון חוזר תפעולי:
21	-----	10. ROC משתמע ו- ROC בתקופה היציבה:
21	-----	11. Wacc:
21	-----	מציאת עלות ההון העצמי:
22	-----	12. חישוב שווי ראוי להון העצמי ולמניה:
22	-----	13. טבלת רגישות של שווי הפעילות לשיעור הצמיחה היציב וה- Wacc:
22	-----	14. טבלת רגישות של שווי ההון העצמי לשיעור הצמיחה היציב וה- Wacc:
23	-----	<b>פרק חמישי: תגמול מנהלים</b>
23	-----	1. פירוט אודות שני נושאי המשרה הבכירים ביותר בעלי השכר הגבוה ביותר:
24	-----	<b>פרק שישי: מכפילים</b>
24	-----	1. זיהוי ובחינת פונדמנטלס:
25	-----	2. שיטת המכפילים אל מול שיטת DCF להערכת שווי ההון העצמי וקביעת המכפיל הראוי:
26	-----	<b>נספחים:</b>

## תקציר מנהלים:

בעבודה זו נערך ניתוח דו"חות כספיים והערכת שווי לחברת מיטרוניקס בע"מ. החברה הינה חברה הממוקמת בישראל ופועלת בתחום מוצרי ניקיון ונלווים לבריכות. עבודתנו מתמקדת בפועלה של החברה הן בארץ והן בחו"ל תוך שימת דגש על ההפרדה בין שלושת מגזרי הפעילות השונים של החברה: (1) תחום הבריכות הפרטיות. (2) תחום הבריכות הציבוריות. (3) תחום MGI: מוצרים נלווים ותלויי רגולציה.

בפרק הראשון לעבודתנו, נעסוק במאפייני החברה. בין היתר נרחיב אודות מבנה הבעלות, תחומי הפעילות של החברה, לקוחות החברה וכן נתונים לגבי סחירות המניה בבורסה בישראל. הפרק השני יסקור ונתח את הנתונים ההיסטוריים כפי שהוצגו על ידי החברה בדוחותיה הכספיים בשנים האחרונות. בפרק זה נאמוד את האינדיקטורים המרכזיים החיוניים לצורך הערכת השווי והתחזית כגון אומדן ה-ROIC המקובל ופירוט לגורמים, כימות ההשקעה המתבצעת על ידי החברה בהון וכן ננתח את יחסי ההון החוזר של החברה בהתאם להתרחשויות בשנים האחרונות. הפרק השלישי יעסוק בניתוח המאפיינים הכלכליים של החברה באמצעות ניתוח חמשת כוחות הפורטר על פי חלוקה למגזרי הפעילות העיקריים של החברה וכן אומדן החפיר של החברה בכללותה, רוחבו ויציבותו בהתאם למסקנות הניתוח הנ"ל. בפרק הרביעי נבצע הערכת שווי לפעילות החברה וכן להונה של החברה באמצעות יישום שיטת ה-DCF. לאור הצורך שעולה מיישום השיטה, ערכנו תחזיות פרטניות לכלל הסעיפים התוצאתיות והמאזניים המשפיעים על הערכת השווי למשך חמש שנים, זאת לאור ממצאי ניתוח החפיר. כמו כן, בחנו את סבירות המסקנות שהתקבלו מיישום השיטה, ע"פ ה-ROIC המשתמע הנוצר מהתחזיות ומידת התאמתו למציאות הכלכלית בה פועלת החברה. בפרק זה אמדנו את שיעור ההיוון הראוי - WACC וערכנו בדיקות רגישות שונות לבחינת המסקנות שהתקבלו. הפרק החמישי בעבודה זו עוסק באופן בו נוהגת החברה לתגמל את מנהלי הבכירים ואת סבירות התגמול בהתאם לתמריצים אותה רוצה ליצר החברה לגורמיה הבכירים. בפרק זה נפרט אודות שני נושאי המשרה בעלי השכר הגבוה ביותר. בפרק השישי ננסה לאמוד את שווי פעילות החברה באמצעות יישום שיטת הערכה שונה - שיטת המכפילים. לשם כך נעזר בחברת השוואה GUD holdings הפועלת באוסטרליה ולה אופי פעילות דומה לחברתנו. נציין כי חברה זו הינה בעלת היקף פעילות רחב יותר מחברתנו אולם לאור המגבלות הקיימות בשוק ספציפי זה, ראינו לנכון לבחור בה כחברת השוואה לעבודה זו. לבסוף נערוך השוואה בין התוצאות שהתקבלו בשיטות השונות (DCF ושיטת המכפילים) ונביע דעתנו לגבי השיטה הראויה ביותר במקרה דנן.

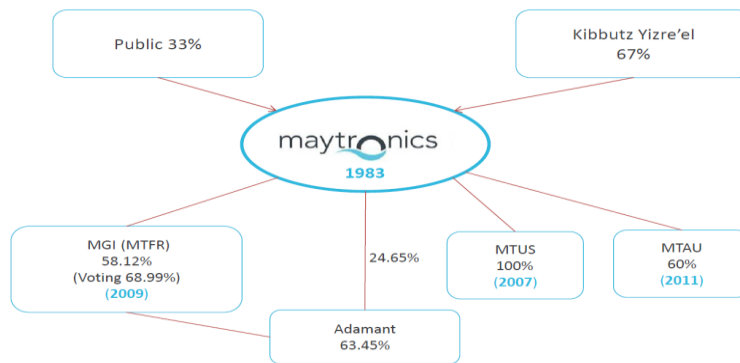
## פרק ראשון – פרופיל החברה

### 1. כללי:

חברת מיטרוניקס בע"מ וחברות הבנות שלה (להלן: "החברה") מתמחה בפיתוח, ייצור ושיווק רובוטים לניקוי בריכות שחייה פרטיות וציבוריות וכן של מוצרים נוספים לבריכות שחייה. החברה התאגדה בחברה בשנת 1990 על ידי קיבוץ יזרעאל ועל ידי תעשיות יזרעאל (שותפות מוגבלת בבעלות הקיבוץ). החברה מייצרת בישראל ובאירופה ומשווקת את מוצריה בכל העולם. למעשה, עסקי החברה מבוססים על יצוא וכ- 98% מהמכירות נעשות מחוץ לגבולות ישראל- בעיקר באירופה וארה"ב. מכירותיה של החברה נעשות בעיקר על ידי מפיצים וחברות בנות ביעדים אסטרטגיים (ראה מבנה הקבוצה). פעילותה של החברה מאופיינת בעונתיות חזקה וזאת כיוון שמרבית מכירותיה מופנות לחצי הכדור הצפוני, שבו נפתחות הבריכות בסביבות מאי ונסגרות בסביבות ספטמבר.

### 2. מבנה הבעלות:

בעל המניות	אחוז החזקה
קיבוץ יזרעאל	67.18%
מגדל- משתתפות	6.50%
מגדל- קופות גמל	2.90%
מגדל ביטוח	0.13%
מגדל- ק. נאמנות	0.02%
שחר עפר	0.02%
סה"כ בעלי עניין	67.33%
סה"כ מוסדיים	9.42%
סה"כ ציבור	23.25%
סה"כ	100.00%



### 3. מגזרי פעילות:

החברה פועלת בשלושה תחומי פעילות עיקריים:

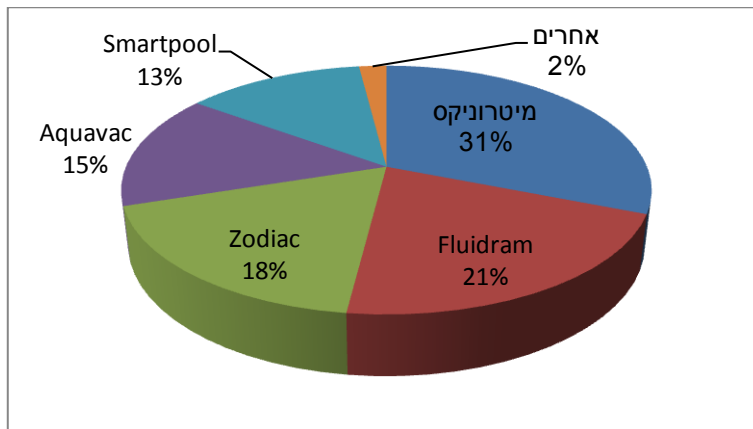
#### 3.1 תחום מנקי הבריכות הפרטיות:

שוק המנקים האלקטרוניים של הבריכות הפרטיות מהווה חלק ממגוון מוצרים משלימים הכולל בין היתר מנקים, מחממי מים, ציוד בטיחות ועוד. בתחום זה, החברה מכוונת לפלח שוק של בריכות הטמונות בקרקע וכן לבריכות יוקרתיות מעל לפני הקרקע לשימוש משפחתי ואישי. כיוון שכמות הבריכות המנוקות כיום ע"י טכנולוגיה זו, שיעור הצמיחה בשוק זה גדול מן הצמיחה בענף.

יתרונותיו של מוצר החברה (הדולפין)- יכולת בלעדית לסרוק את שטח הבריכה באופן שיטתי, להבריש את משטח החיפוי ולסנן חלקיקים מיקרוניים שעשויים להוות מצע לגידול חיידקים. הצלחתה של החברה בשוק זה נובע

מיכולת הפיתוח והחדשנות שלה, לדוגמא- בדצמבר 2010 השיקה החברה קו מוצרים חדש בטכנולוגיה ייחודית (קו supreme) וכן מוצר חדש בתחום הבריכות הביולוגיות- Dolphin Bio- S  
 מבנה התחרות בשוק- מזה כארבע שנים, קיימות בשוק 4 חברות מובילות המתחרות על אותו פלח שוק. מגזר זה מאופיין בייצור של סדרות קטנות ועל כן הדבר מקשה על התעשייה הסינית להביא לידי ביטוי את יתרונותיה התחרותיים.

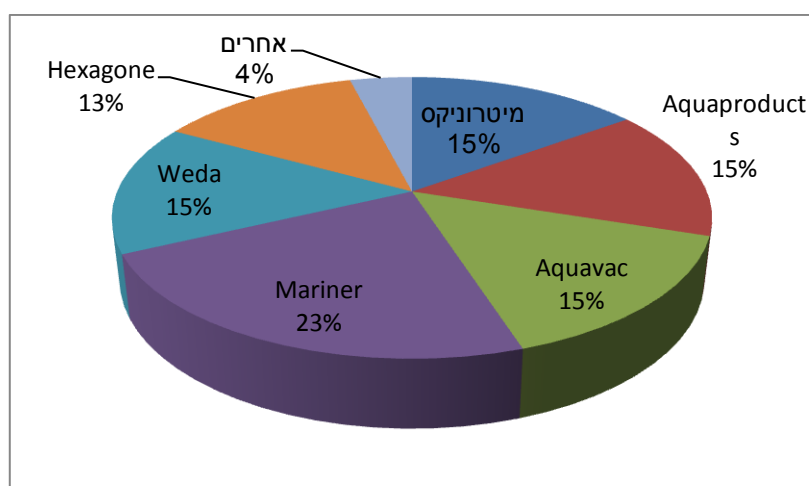
מבנה התחרות בשוק הבריכות הפרטיות :



3.2 תחום מנקי הבריכות הציבוריות :

תחום זה הינו חלק משוק המוצרים הנלווים לבריכות שחייה ציבוריות. שוק זה מאופיין גם כן בהתרחבות מתמדת אולם בקצב נמוך יותר. באופן כללי, ניתן לחלק שוק זה לשניים- האחד, השוק המוסדי : אוניברסיטאות, בתי ספר, מרכזי ספורט וכו'. כ- 50% מהבריכות במגזר זה מנוקות ע"י רובוטים. והשני, שוק המלונאות והאירוח : שוק זה הינו גדול יותר ומתאפיין בתקציבים רחבים יותר אולם השימוש ברובוטים הינו מועט יותר. להבדיל מהשוק הפרטי, הבריכות הציבוריות פעילות בכל ימי השנה וכן בריכות אלו נתונות תחת ביקורות וכללים קפדניים יותר, אשר מאלצים לנקות את הבריכות מדי יום ולרוב בשעות הלילה. נסיבות אלו מובילות לכך שמספר הבריכות אשר עוברות לניקוי אוטומטי, אשר הינו מהיר יותר, הולך וגדל.  
 יתרוונתיה של החברה- מהלך ההפצה של החברה הינו סדור וערוך להתקשרות עם עסקים בשוק הציבורי ובכך יתרונה על פני מתחרותיה. כמו כן, החברה שיפרה את ביצועי הרובוטים לפלח זה כך שהניקוי מתבצע בזמן מינימאלי (על טכנולוגיה זו הנקראית Wave נרשם פטנט).

התחרות בשוק- בתחום זה קיימים חמישה מתחרים עיקריים אשר כולם פועלים בשוק מזה שנים רבות .



3.3 תחום MGI / מיטרוניקס צרפת :

תחום פעילות זה כולל שני תחומים :

- מוצרי בטיחות לבריכה - אזעקות, כיסויים אוטומטיים ומערכת לגילוי טביעות. מוצרים אלו נמכרים הן לבריכות פרטיות והן לציבוריות. תחום זה התפתח בתחילת דרכו נוכח החקיקה בצרפת אשר חייבה התקנת אמצעי הגנה.
- מוצרי טיהור מים - תחום זה פותח ע"י חברת הזנק, חברת אדמנט בע"מ, אשר מתקיימת על רקע העיסוק העולמי בפעילות ירוקה ומיזעור הנזקים הסביבתיים. יש לציין כי לאחרונה החליטה החברה להפסיק את מימונה של חברת אדמנט נוכח העלויות הגבוהות והסיכון העצום.

רגולציה - פעולתה של MGI כפופה לתקנים מחייבים בצרפת ובארה"ב. נכון לתאריך הדוח השנתי, החברה הינה אחת משלוש החברות העומדות בתקן האמריקאי.

מבנה התחרות בשוק - לעניין אביזרי הבטיחות, קיימים מתחרים בודדים. עם זאת, בשוק הכיסויים האוטומטיים ישנם מתחרים רבים בתוך צרפת ומחציתם הינם מתחרים על בסיס מחיר.

#### 4. לקוחות החברה :

בשוק מנקי הבריכות (הן הפרטיות והן הציבוריות) מרבית הלקוחות הינם וותיקים, מעל ל-10 שנים וההתקשרות עימם מתבצעת על בסיס שנתי. לחברה יש לקוח מהותי אחד בארה"ב - חברת Astral אשר מהווה 22.2% מסך הכנסות החברה. החל משנת 2012 ואילך, החברה תפסיק למכור את מוצריה ללקוח זה לאחר שרכש את אחת החברות המתחרות בשוק.

חתך גאוגרפי והתפלגות הכנסות בתחום מנקי הבריכות :

מיקום גיאוגרפי	כמות לקוחות	% מסה"כ הכנסות 2011
ארה"ב	65	24%
אירופה	32	59%
ישראל	15	2%
שאר העולם	14	15%
סה"כ	126	100%

בתחום MGI לקוחות רבים ומגוונים; חברות הפצה, בוני בריכות, רשתות, קבוצות קנייה וסוכנים עצמאיים. אין לחברה לקוח מהותי ומרבית ההתקשרויות הינן קצרות טווח.

**חתך גיאוגרפי והתפלגות ההכנסות בתחום MGI:**

מיקום גיאוגרפי	כמות לקוחות	% מסה"כ הכנסות 2011
ארה"ב	13	9%
צרפת	1,390	73%
שאר העולם	97	18%
סה"כ	1,500	100%

**5. מצבת העובדים:**

נכון לתאריך פרסום הדוחות השנתיים, מועסקים בחברה 189 עובדים קבועים, בחברת הבת בארה"ב 26, באוסטרליה 9 ובחברת הבת בצרפת 59. להלן הפירוט:

עובדי קיבוץ	אוסטרליה	צרפת	ארה"ב	ישראל	
3	2	3	1	7	הנהלה (לרבות מ"מ ומשאבי אנוש)
3	1	6	2	6	רכש וכספים
31	-	16	8	98	יצור ותפעול
3	-	14	-	18	פיתוח
8	6	20	15	12	שיווק, מכירות ותמיכה טכנית
48	9	59	26	141	סה"כ

**6. סחירות המניה:**

החברה הנופקה בבורסה בישראל בשנת 2004. כמו כן יש לציין כי חברת הבת בצרפת הינה חברת ציבורית אשר נסחרת בצרפת.

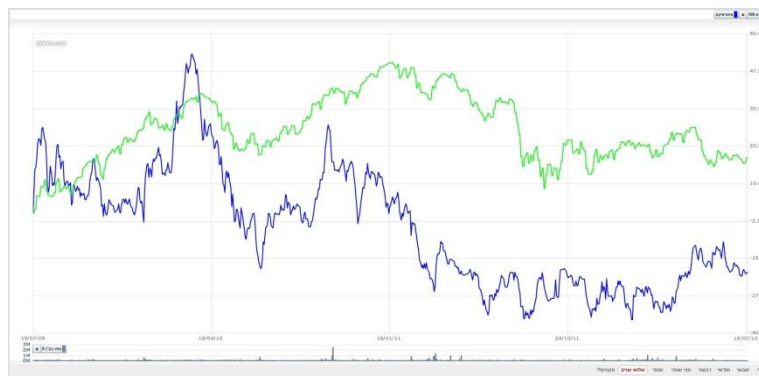
להלן נתונים לגבי שווי המניה, נכון ליום 21.7.2012:

Market Cap : 273,306 (אלפי ₪)

נפת מסחר (אלפי ₪): 18.04

נפת מסחר (ע.ג.): 6,767

גרף מניה מול מדד ת"א 100:





## פרק שני - ניתוח נתונים היסטוריים

### 1. נתונים לגבי פעילות החברה בתקופות קודמות:

Q1 2012	2011	2010	
111,880	274,880	231,742	<u>מכירות</u>
26,876	25,400	14,288	<u>EBIT</u>
30,684	33,541	26,571	<u>EBITDA</u>
2,964	18,393	14,291	<u>CAPEX</u>

החברה לא מפרסמת בדו"חותיה את הנתונים הנ"ל ביחס למגזרי הפעילות השונים שלה. ניסינו לפנות אליה בבקשה לקבלם אולם היא סירבה ולכן ההצגה מתייחסת לחברה בכללותה. ניתן לראות, כי באופן כללי, חל גידול בכלל הפרמטרים בשנת 2011 לעומת השנה הקודמת. לדעתנו, קשה להסביר תופעה זו ללא הפרדה בין תחומי הפעילות השונים שכן הם בעלי מאפיינים יחודיים ולכן מרבית הניתוח שלהלן יתייחס למכירות, אשר לגביהן פורסמו פרטים אחדים בדו"חות החברה:

Q1 2012	31/12/2011	31/12/2010	
110,239	236,298	190,240	<u>בריכות</u>
12,404	44,466	45,826	<u>MGI</u>

בתחום הבריכות (פרטיות וציבוריות) חלה צמיחה של 18.6% בשנת 2011 לעומת שנה קודמת. בנוסף, ישנה עלייה ברבעון הראשון של שנת 2012 של ב- 21% ביחס לרבעון המקביל אשתקד. העלייה הניכרת במכירות בתחום זה, נובעת מגידול השוק ובלקחת נתחי שוק באיזורים בהן פועלת החברה ובעיקר בארה"ב, צרפת ואוסטרליה. ייתכן כי הגידול נובע גם ממכירות של המוצרים המשופרים של החברה (ראה פרק מגזרי פעילות).

באשר לתחום MGI - בשנת 2011 חלה גידול בהכנסות תחום זה בכ- 51% (לאחר ניטרול הפסדי חברת הבת אדמנט). החברה מסבירה גידול זה הן ע"י תהליך ההתארגנות והתייעלות שביצעה החברה בשנת 2007 וכן ע"י גידול במכירות מוצרי החברה, בעיקר עקב החקיקה הצרפתית אשר מחייבת התקנת מוצרי בטיחות ואזעקה. הרבעון הראשון של שנת 2012 הסתיים בירידה במכירות במגזר זה בשיעור של 15%. ירידה זו נובעת בעיקר בירידה במכירות מוצרים לבריכות פרטיות וכן מקיטון משמעותי במכירות ל "Mass Market" (עסקה משמעותית שנחתמה בשנת 2011).

## 2. מאזנים תפעוליים :

30/03/2012	31/12/2011		30/03/2012	31/12/2011	
		חובות כספיים			נכסים כספיים עודפים
2,398	2,231	עתודה לעובדים			
5	5	אשראי לבנקים	14,791	22,313	מזומן
6	12	אופציות חברי קיבוץ	29,743	50,919	ני"ע למסחר
1,100	1,037	התחייבות מותנית רכישת חברה מאוחדת	2,335	2,672	פקדון זמ"א
<b>3,509</b>	<b>3,285</b>	<b>סה"כ</b>	<b>46,869</b>	<b>75,904</b>	<b>סה"כ</b>
					קפיטל:
2,567	5,963	זכויות מיעוט	117,897	70,100	הון חוזר תפעולי
			28,538	33,368	ר"ק
			31,072	30,369	נב"מ
241,588	224,341	הון עצמי	30,907	30,790	נכס מו"פ
			1,362	1,228	יתרות זמ"א
			(8,981)	(8,170)	התחייבויות תפעוליות
			<b>200,795</b>	<b>157,685</b>	<b>סה"כ</b>
<b>247,664</b>	<b>233,589</b>		<b>247,664</b>	<b>233,589</b>	-

לאחר קיזוז החובות הכספיים מהנכסים הכספיים:

30/03/2012	31/12/2011		30/03/2012	31/12/2011	
2,567	5,963	זכויות מיעוט	43,360	72,619	נכסים כספיים נטו
					קפיטל
241,588	224,341	הון עצמי	117,897	70,100	הון חוזר תפעולי
			28,538	33,368	ר"ק
			31,072	30,369	נב"מ
			30,907	30,790	נכס מו"פ
			1,362	1,228	יתרות זמ"א
			(8,981)	(8,170)	התחייבויות תפעוליות
			<b>200,795</b>	<b>157,685</b>	<b>סה"כ</b>
<b>244,155</b>	<b>230,304</b>		<b>244,155</b>	<b>230,304</b>	<b>סה"כ</b>

ניתן לראות כי לחברה אין נכסים/ התחייבות עודפות וכן כי היא בעלת נכס כספי נטו, כלומר היא כמעט ואינה ממונפת וכל פעילותה ממומנת למעשה ע"י ההון העצמי.  
לגבי חישוב הקפיטל- כמה נקודות מרכזיות :

- ההון החוזר התפעולי כולל יתרת מזומנים בגובה 2% מן המכירות התקופתיות.
- התחייבות תפעוליות אחרות הינן התחייבות בגין תמלוגים לממשלת צרפת (פעילות חברת הבת) וכן התחייבות בגין חכירה ממונית של כלי רכב באוסטרליה (חברת הבת).
- יתרות זמ"א- מדובר בהוצאות שכ"ד מראש של מבנה החברה בארץ.
- נכס מו"פ- לחברה הוצאות מו"פ מסיביות בכל שנה. מכיוון שבתחום פעילותה לא ניתן להתקדם ללא השקעה בטכנולוגיה והתפתחות החלטנו כי יש להכיר בנכס, אשר אורך חייו הכלכליים הינו 5 שנים. החישוב המפורט נוצג בנספחים. יש לציין כי הדבר השפיע גם על תיקון ה EBIT בחישוב ה ROC .

3. תמצית רו"ה:

Q1 2012	2011	2010	
111,880	274,880	231,742	מכירות
53,994	115,876	95,900	רווח גולמי
2,362	11,144	11,056	הוצאות מ"פ
9,473	38,877	36,927	הוצאות הנה"כ
13,915	45,015	33,629	הוצאות מכירה ושיווק
28,244	33,964	14,288	EBIT
2,440	12,701	12,283	פחת והפחתות
30,684	46,665	26,571	EBITDA
13	591	2,494	הכנסות אחרות
1,381	(4,004)	537	הוצאות / (הכנסות) מימון נטו
26,876	38,559	16,245	רווח לפני מס
4,203	6,729	4,486	הוצאות מס
22,673	31,830	11,759	רווח מפעילויות נמשכות
(7,343)	(48,969)	-	הפסד פעילות מופסקת
15,330	(17,139)	11,759	רווח נקי

4. נתוני רווחיות:

Q1 2012	2011	2010	
48.26%	43.38%	41.38%	שיעור רווח גולמי
25.24%	12.45%	6.17%	שיעור רווח תפעולי
27.43%	16.98%	11.47%	רווחיות EBITDA
13.70%	-6.18%	5.07%	שיעור רווח נקי
17.98%	15.98%	15.20%	ROC
14.84%	-16.60%	11.39%	ROE
			לאחר נטרול חד פעמי:
20.27%	11.58%	5.07%	רווח נקי

ניתן לראות כי שיעור הרווח הגולמי בחברה הינו במגמת עלייה וכך הדבר גם לגבי רווחיות EBIT ורווחיות EBITDA. את התנודתיות הניכרת בשיעור הרווח הנקי ניתן להסביר ע"י אירוע חריג- חברת הבת אדמנט, שנרכשה בחברת הזנק, גרמה לחברה עלויות מימון רבות יותר מן המצופה ועל כן הופסק מימונה. בעקבות כך, הורה בית המשפט בשוויץ על פירוקה. החברה נתנה לכך ביטוי כבר בשנת 2011. במידה ונטרל את ההפסד מפעילות מופסקת ניתן לראות כי שיעור הרווח הנקי מזנק ותואם את מגמת הגידול ברווחיות כנצפה בכל יתר הפרמטרים.

**5. CAPEX ו- FCF בשנים קודמות:**

Q1 2012	2011	2010	2009	
111,880	274,880	231,742	210,716	הכנסות ממכירות
20.95%	18.61%	9.98%		Q/Q
57,886	159,004	135,842	119,492	עלות המכירות
18.75%	17.05%	13.68%		Q/Q
<b>53,994</b>	<b>115,876</b>	<b>95,900</b>	<b>91,224</b>	<b>רווח גולמי</b>
48.26%	42.16%	41.38%	43.29%	שיעור רווח גולמי
23.41%	20.83%	5.13%		Q/Q
2,362	11,144	11,056	12,917	הוצאות מו"פ
2.11%	4.05%	4.77%	6.13%	שיעור מהכנסות
-13.07%	0.80%	-14.41%		Q/Q
13,915	45,015	33,629	30,446	הוצאות מכירה ושיווק
12.44%	16.38%	14.51%	14.45%	שיעור מהכנסות
28.45%	33.86%	10.45%		Q/Q
9,473	38,877	36,927	37,101	הוצאות הנה"כ
8.47%	14.14%	15.93%	17.61%	שיעור מהכנסות
-15.65%	5.28%	-0.47%		Q/Q
<b>28,244</b>	<b>20,840</b>	<b>14,288</b>	<b>10,760</b>	<b>רווח תפעולי</b>
25.24%	7.58%	6.17%	5.11%	שיעור רווח תפעולי
2,440	12,701	12,283	12,715	פחת והפחתות
2,964	18,393	14,291	13,745	CAPEX
524	5,692	2,008	1,030	NetCAPEX
117,897	70,100	43,880	27,952	הון חוזר
47,797	26,220	15,928	(389)	שינויים בהון חוזר
(7,061)	(5,210)	(3,572)	(2,690)	מס
<b>(27,138)</b>	<b>(16,282)</b>	<b>(7,220)</b>	<b>7,429</b>	<b>FCF</b>

**6. ROC ופירוקו:**

	Q1 2012	שנת 2011	שנת 2010	
	28,244	-13,159	14,288	EBIT
הפסקת מימון אדגנט		33,999		התאמות
הוספת הוצאות מו"פ	2,362	11,144	11,056	
פחת מו"פ	-2,245	-6,750	-4,539	
	<b>28,361</b>	<b>25,234</b>	<b>20,805</b>	<b>EBIT מתוקן</b>
	157,685	157,875	136,852	CAPITAL
	<b>17.986%</b>	<b>15.983%</b>	<b>15.202%</b>	<b>ROC</b>
	28,361	25,234	20,805	EBIT
	111,880	274,880	231,742	SALES
	157,685	157,875	136,852	CAPITAL
	<b>17.986%</b>	<b>15.983%</b>	<b>15.202%</b>	<b>ROC</b>
	0.25	0.09	0.09	רווחיות תפעולית
	0.71	1.74	1.69	גלגול נכסים

ניתן לראות כי בשנים 2010-2011 ה ROC הינו די יציב, בסביבות 15%. כאשר בוחנים זאת ביחס לרבעון הראשון של שנת 2012, חלה קפיצה והוא נאמד בכ- 17%. היות ומרבית המכירות של החברה נעשות בחצי השנה הראשונה, ניתן להניח כי זוהי הסיבה לגידול הקיצוני ב- ROC. אנו אמנם מעריכים כי ה- ROC של החברה יצמח עם הזמן בשל צמיחת ההכנסות ללא צורך בהשקעה גבוהה מדי בקפיטל, אולם הצמיחה עתידה

להיות מתונה יותר. ראה פרק הערכת השווי. באשר לפירוק של ROC- ניתן לראות את אותה תופעה- בשנים 2010-2011 הרווחיות התפעולית עומדת על כ- 9% וגלגול הנכסים על 1.7 לערך. באשר לרבעון הראשון של שנת 2012, אנו עדים לצמיחה ברווחיות התפעולית המוסברת ע"י התרכזות עיקר המכירות ברבעונים הראשונים של השנה בעוד ההוצאות התפעוליות מתפלגות באופן יחסית אחיד. הירידה בגלגול הנכסים ברבעון הראשון אינה משקפת שכן מתבססת על השוואה בין מכירות רבעוניות לשנתיות.

## 7. ניתוח יחסי הון חוזר:

ימי לקוחות, מלאי, ספקים											
60,926	32,033	43,776	83,874	84,020	60,230	19,769	50,179	101,530	69,443	20,942	
274,880	33,464	44,193	104,725	92,498	231,742	15,449	48,507	91,421	76,365	210,716	
22.16%	95.72%	99.06%	80.09%	90.83%	25.99%	127.96%	103.45%	111.06%	90.94%	9.94%	
81	86	89	72	82	95	115	93	100	82	36	
61,345	77,831	56,102	53,421	58,027	43,058	54,722	38,003	39,146	40,359	35,442	
159,004	27,879	29,240	53,138	48,747	135,842	19,262	30,581	47,361	38,638	119,492	
38.58%	279.17%	191.87%	100.53%	119.04%	31.70%	284.09%	124.27%	82.65%	104.45%	29.66%	
141	251	173	90	107	116	256	112	74	94	108	
25,750	21,684	18,079	29,102	34,137	24,371	22,532	15,794	30,191	28,965	14,927	
159,004	27,879	29,240	53,138	48,747	135,842	19,262	30,581	47,361	38,638	119,492	
16.19%	77.78%	61.83%	54.77%	70.03%	17.94%	116.98%	51.65%	63.75%	74.97%	12.49%	
59	70	56	49	63	65	105	46	57	67	46	

**ימי לקוחות-** החברה מצהירה כי היא מעניקה אשראי בין 1-120 כתלות בלקוח הספציפי ובהתקשרות עימו. באשר לתחום מנקי הבריכות- החברה ציינה כי ימי האשראי הממוצעים היו 80 בשנת 2011 ואילו בתחום MGI עמדו על 60 כמתבקש בחוק הצרפתי. נראה כי ביחס לשנת 2010, חל קיטון מסוים בימי הלקוחות של החברה, דבר אשר מצביע על התייעלות מבחינת יכולות הגבייה של החברה. סקרנו את תנאי ההכרה של החברה אולם אלו לא השתנו במהלך השנים האחרונות ולכן מסקנתנו היא כי הקיטון מעיד על חוזקה של החברה אל מול קהל הלקוחות וזאת ביחוד כיוון שימי האשראי נקבעים באופן פרטני בכל התקשרות.

**ימי ספקים-** החברה מקבלת אשראי מספקים בתחום שבין 1-100 ימים. בשנת 2011 האשראי הממוצע שקיבלה בתחום מנקי הבריכות עמד על 70 יום. בשנת 2010, האשראי הממוצע שהוענק לחברה בתחום זה היה 65 ימים, דהיינו שוב ניתן ביטוי לכך שהחברה משתפרת ומעמדה בשוק מתבסס ועל כן הספקים בוטחים בה וביכולות הפיננסיות שלה ומעניקים לה מרווח נשימה רחב יותר.

**ימי מלאי-** מדיניות החברה הינה להחזיק מלאי חו"ג המאפשר ייצור לתקופה של 4 שבועות ממועד קבלת ההזמנה, תוך הצטיידות ברזרבות בכדי למלא אחר הזמנות בלתי צפויות. באשר למלאי מוצרים גמורים- בעבר החברה לא החזיקה מלאי שכזה, אולם נוכח הגידול בפעילותה ובפעילותיות חברות הבנות החלה החברה להחזיק מלאי מוצרים גמורים החל משנת 2011. בדוחותיה, ציינה החברה כי ימי המלאי הממוצעים הינם 135. המגמה הכללית של יחס זה הינו גידול לאורך השנים, אשר מוסבר ע"י שינוי המדיניות וגידול במלאי מוצרים גמורים אשר מוחזק כעת על ידה.

נראה כי ניתוח יחסים אלו מעיד על מגמות חיוביות בחברה (מבחינת התייעלות) וכן יחס חיובי יותר מלקוחותיה וספקיה. נתונים אלו ישמשו אותנו בהערכתנו בפרק הרביעי.

## פרק שלישי: ניתוח כוחות החפיר

### 1. ניתוח הסביבה העסקית של החברה:

זיהוי השפעות חיצוניות (עתידיות), אפיון ענפי הפעילות ומיצוב החברה בהם. הניתוח יספק אמת מידה לאטרקטיביות החברה מול מתחרותיה ויחשוף את הדינמיקה הכללית הקיימת בענפי פעילותה. הניתוח הינו ע"פ 3 תחומי הפעילות העיקריים בעזרת 5 כוחות הפורטר:

#### א. תחום הבריכות הפרטיות:

(1) איום מכניסת מתחרים חדשים: שוק יציב מזה כעשר שנים, בין היתר לאור חסמי כניסה גבוהים: דרישה למומחיות וידע ספציפי בפיתוח מוצר ויכולות פיננסיות גבוהות לנוכח העונתיות במכירות לאורך השנה. מפיצים מובילים מחזיקים מזה שנים מרכזי שירות לתפעול המוצרים הקיימים (חלקי חילוף, ציוד אבחון, טכנאים וכו'). מעבר ליצרן חדש יגלגל על המפיצים עלויות כבודות ותקופת החלפה ארוכה. למוצר כוח רב כחלק מסל מוצרים נוספים, שחקן חדש יתקשה להתחרות בסל המוצע ע"י השחקנים הותיקים. קיימות מספר חברות בודדות בשוק, אולם כיום עולה צפי לכניסת מתחרים חדשים שכן התחום הפך רווחי ואטרקטיבי יותר. קיים חשש לכניסה מאסיבית של יצרן סיני לאור יכולת הייצור ההמונית שברשותם.

(2) איום ממוצרים תחליפיים: תדמית וותיקה של מובילות טכנולוגית ואיכות מול המוצרים התחליפיים. לחברה בסיס לקוחות קבוע הנשען על תחזוקה שוטפת וחלקי חילוף המאפשרים מתן שירות לקוחות ראוי ללקוח הקצה. לראיה, נאמנות הלקוחות מתבטאת בתשלום מראש על מוצרים המוזמנים על ידם טרם קבלת המוצר. אמצעים הפועלים באופן ידני/ ע"י מערכת שאיבה/ ע"י לחץ מים, מהווים את החלק העיקרי של התחליפיים זאת לאור מחירם הנמוך יחסית למוצר החברה. קווי המוצרים הזולים של החברה מאפשר המשך קשר קבוע עם הלקוחות גם בשנים של משבר כלכלי. עלויות ההחלפה למפיצים הינן גבוהות. עליונות המוצר על התחליפיים בחסכון במים וחשמל מתיישב עם המודעות הגוברת לחסכון באלו.

(3) כוח המיקוח של הלקוחות: לקוח מהותי אחד בארה"ב (Astral) המהווה 22.2% מהכנסות החברה (כוח מיקוח גבוה). החל מ-2012, החברה תפסיק למכור ללקוח לאחר שרכש את אחת המתחרות. ערוצי ההפצה המשמעותיים הינם ערוצים מקצועיים ישנו חשש לכניסת רשתות המוניות עם מוצרים מיצור סיני המוני.

(4) כוח מיקוח של ספקים: החברה הינה יצרנית, היא בעלת היכולות הטכנולוגיות, הידע ויכולות הפיתוח.

(5) יריבות בין המתחרים: ישנם 5 יצרנים עיקריים. קיימים יצרנים קטנים הפועלים בשווקים מקומיים אך אינם מהווים איום. לצד הצמיחה המתמדת בענף, התחרותיות גוברת ומביאה מגמה של הורדת מחירים המצמצמת את הרווחיות מהמוצר. התחום מתאפיין ביצור של סדרות קטנות ושונות, דבר המקשה על התעשייה הסינית (ייצור המונו) לחדור לשוק ולהביא לידי ביטוי את יתרונותיה התחרותיים.

#### ב. תחום הבריכות הציבוריות:

(1) איום מכניסת מתחרים חדשים: סף טכנולוגי גבוה: מומחיות בתחום וידע. דרישה להשקעה כספית ניכרת בפיתוח וייצור, מתן שירות לאחר מכירה והקמת מערך הפצה יעודי. התחום עתיר בסטנדרטים גבוהים וביקורת מתמדת מצד הרשויות על איכות המים ונקיון הבריכה. שוק קטן יחסית, למרות הצמיחה האיטית (כ-3% בשנה), השוק מתאפיין בשיעור רווחיות גבוה לאורך כל חודשי השנה.

(2) איום ממוצרים תחליפיים: ניקוי ידני הינו התחליף היחיד בשוק. שעות הפעילות הארוכות המותירות זמן מועט לניקיון בלילה והעלייה בעלות כח העבודה הובילו למגמה עולה של חדירת מנקים אוטומטיים לשוק.

- (3) כוח המיקוח של הלקוחות: שוק בעל רגישות גבוה יותר של הלקוחות לאמינות המכשיר, ביצועיו והשירות שניתן בגינו. ניכרת מגמה לפיה הלקוחות בוחנים את המוצרים במנחי עלות/תועלת (שיקולי תקציב).
- (4) כוח מיקוח של ספקים: החברה הינה יצרנית, היא בעלת היכולות הטכנולוגיות, הידע ויכולות הפיתוח.
- (5) יריבות בין המתחרים: קיימים חמישה מתחרים, מזה כ-10 שנים לא נכנס אף מתחרה משמעותי חדש לשוק. למוצר החברה אין עליונות טכנולוגית ביחס למתחריו, אלא בפן העלות/תועלת שלו.

### ג. תחום MGI:

- (1) איום מכניסת מתחרים חדשים: מומחיות ומידע ספציפי. מחסום הכניסה העיקרי הינו עמידה בחוקים ובתקנים של מדינות שונות. יש צורך לעקוב אחר שינויים בחקיקה ולהערך בהתאם. קיים יתרון משמעותי במתן מוצר זה כחלק מסל מוצרים, דבר היכול להקשות על כניסת מתחרים חדשים לתחום.
- (2) איום ממוצרים תחליפיים: השימוש במוצרים תלוי בחקיקה המקומית. אזעקה לבריכה לדוגמה הינה אמצעי בטיחות פאסיבי (בניגוד לאקטיבי: גדר), ולכן השימוש במוצר מתחום זה תלוי בכוח הקנייה של הלקוח. מוצר זה הינו הזול ביותר בתחום, חלופות אחרות (אקטיביות) הינן יקרות יותר, אך יעילות יותר.
- (3) כוח המיקוח של הלקוחות: לשוק לקוחות הן פרטיים והן ציבוריים. ההתקשרויות הינה קצרת טווח ולכן כוח המיקוח של הלקוח הינו נמוך יחסית.
- (4) כוח מיקוח של ספקים: החברה הינה יצרנית, היא בעלת היכולות הטכנולוגיות, הידע ויכולות הפיתוח.
- (5) יריבות בין המתחרים: בתחום האזעקות קיימים מתחרים בודדים, לעניין איתור טובעים בבריכות מידת התחרות היא מועטה ביותר בעוד שתחום הכיסויים מאופיין בשחקנים רבים שמחציתם מתחרים על בסיס מחיר. עיקר התחרות בכל סגמנטי בתחום נשענת על קירבה פיזית לשוק יחד עם איכות ושירות.

### 2. אומדן החפיר ורוחבו:

עלויות החלפה כבדות, חסמי כניסה גבוהים (מומחיות וידע, השקעה ראשונית גדולה, היכרות עם הרגולציה, עונתיות ברווחיות וכו'), מוצרים תחליפיים שאינם בהכרח זולים יותר (ואף נחותים טכנולוגית) וכן היות השוק יציב לאורך שנים, מאפשרים יצירת חפיר רחב ויציב לחברות בענף. החברה היא בין הוותיקות ומחזיקה בנתח שוק שהולך וגדל. מעבר למומחיותה, לחברה חפיר יציב ורחב הנובע מהיותה חלוצה בתחום הרגולטורי: היערכות שוטפת לשינויים בחקיקה ומוכנות לקראת פתיחת שווקים חדשים המחילים רגולציה לראשונה. זוהי אסטרטגיה אפקטיבית לשמירה על החפיר ומניעה ממתחרותיה לצמצמו. מנגד, החקיקה המתפשטת לעבר שווקים חדשים הינה תמריץ למתחרות חדשות, עד כה החברה שומרת על מובילות בתחום. עם זאת, קיים איום משמעותי בכניסת ייצור סיני בעלויות נמוכות. עלות יצור נמוכה עשויה לגבור על החשש מהעונתיות בתחום (רווחיות גדולה יותר), ייתכן והדבר יתשטש את חסם הכניסה הנ"ל. השנה איבדה החברה לקוח מהותי (22.2% מכירות), דבר שהשתקף מיידית במחיר המניה בשוק- מצביע על ערעור כלכלי כלפי חוץ וצמצום החפיר. החברה אינה אדישה למשבר הכלכלי והשיקה קו מוצרים מחירים נמוכים וכך הצליחה לשמר את קהל הלקוחותיה גם בעיתות משבר ולהדוף השתלטות של מתחרות זולות יותר. ייתכן שכניסת ייצור סיני, לא תאפשר לחברה להשוות מחירים והדבר יפגע ברוחב ויציבות החפיר. לסיכום, החברה פועלת באופן שוטף לשימור החפיר היציב והרחב שלה.

## פרק רביעי – הערכת השווי

### 1. DCF:

מייצגת 2017	2016 E	2015 E	2014 E	2013 E	Q2- Q4 2012 E	Q1 2012	
351,498	344,606	337,849	326,653	310,635	178,821	111,880	הכנסות ממכירות
2.00%	2.00%	3.43%	5.16%	6.86%	434.37%	20.95%	Q/Q
207,896	203,820	199,824	193,208	183,669	113,865	57,886	עלות המכירות
2.00%	2.00%	3.42%	5.19%	6.94%	308.43%	18.75%	Q/Q
<b>143,602</b>	<b>140,786</b>	<b>138,026</b>	<b>133,445</b>	<b>126,966</b>	<b>64,955</b>	<b>53,994</b>	<b>רווח גולמי</b>
40.85%	40.85%	40.85%	40.85%	40.87%	36.32%	48.26%	שיעור רווח גולמי
2.00%	2.00%	3.43%	5.10%	6.74%	1063.03%	23.41%	Q/Q
8,787	8,615	8,446	8,166	7,766	4,906	2,362	הוצאות מו"פ
2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.74%	2.11%	שיעור מהכנסות
2.00%	2.00%	3.43%	5.16%	6.86%	60.52%	-13.07%	Q/Q
52,725	51,691	50,677	48,998	49,702	34,051	13,915	הוצאות מכירה ושיווק
15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	16.00%	19.04%	12.44%	שיעור מהכנסות
2.00%	2.00%	3.43%	-1.42%	3.62%	175.89%	28.45%	Q/Q
40,422	39,630	38,853	37,565	37,276	26,865	9,473	הוצאות הנה"כ
11.50%	11.50%	11.50%	11.50%	12.00%	15.02%	8.47%	שיעור מהכנסות
2.00%	2.00%	3.43%	0.78%	2.58%	425.21%	-15.65%	Q/Q
<b>41,667</b>	<b>40,850</b>	<b>40,049</b>	<b>38,715</b>	<b>32,222</b>	<b>(865)</b>	<b>28,244</b>	<b>רווח תפעולי</b>
11.85%	11.85%	11.85%	11.85%	10.37%	-0.48%	25.24%	שיעור רווח תפעולי
	18,333	17,974	17,378	16,526	13,025	2,440	פחת והפחתות
	19,279	19,541	19,620	19,316	19,831	2,964	CAPEX
3,125	946	1,568	2,243	-	6,806	524	NetCAPEX
	103,382	101,355	97,996	-	93,190	117,897	הון חוזר
	2,027	3,359	4,805	5,980	(30,686)	47,797	שינויים בהון חוזר
(13,334)	(13,072)	(12,816)	(12,389)	(10,311)	277	(7,061)	נס
<b>25,209</b>	<b>24,805</b>	<b>22,307</b>	<b>19,278</b>	<b>13,140</b>	<b>23,292</b>	<b>(27,138)</b>	<b>FCF</b>
	200,633	197,660	192,734	185,686	176,915	200,795	קפיטל סוף תקופה
20%	20.67%	20.78%	20.85%	18.21%	17.36%	17.91%	ROC משתמע

### 2. כללי:

חברת מיטרוניקס מורכבת למעשה משלושה מגזרי פעילות שונים. על אף הדמיון ביניהם, הם שונים במהותם, בגודל השוק, באפשרות להגדלת נתח השוק וברווחיות שלהם. לאור זאת, החלטנו לצורך הערכת השווי לנתח כל מגזר פעילות בנפרד ולחזות את שיעורי הצמיחה, תחזית ההכנסות וההוצאות התפעוליות לכל אחד מהמגזרים לחוד ולאחר מכן לאחד אותם לתחזית משותפת לכלל החברה (הערכת שווי Bottom-Up).

### 3. אורך תקופת התחזית הפרטנית:

לאור ניתוח החפיר הכלכלי ורווחו שערכנו בפרק השלישי לעבודה זו, נראה כי חפיר הפעילות של החברה הינו יציב לאורך תקופה ארוכה והינו רחב. מעבר לכך, החברה משמרת תחרותיות בשוק ומתמודדת עם איומים אפשריים, על אף האיום לייצור זול בסין, נראה כי חפיר זה אינו צפוי להתערער בקרוב. מכאן, בחרנו לערוך תחזית פרטנית בשיטת DCF למשך חמש שנים שכן זוהי תקופת זמן מקובלת. הדבר מתאפשר ואף ראוי נוכח החפיר היציב של החברה שאינו צפוי להשתנות בצורה חריגה בשנים הקרובות לפעילות החברה.

### 4. חיזוי הצמיחה בהכנסות:

#### מגזר פעילות – בריכות פרטיות

שוק זה גדל בהתמדה בעשור האחרון עד למשבר הכלכלי ב-2008. לאחר מכן חלה האטה בעיקר בארה"ב ובספרד אולם השוק עדיין היה מצוי בצמיחה. הכנסות החברה ממכירות לא נפגעו והחברה המשיכה להציג צמיחה מתמדת בהכנסות ממכירות גם בתקופה זו:

Q/Q 2012	Y/Y 2011	Y/Y 2010
34%	28%	11%

הסיבה לקצב הצמיחה הגבוה בעבר היא כי כמות בריכות השחייה הפרטיות המנוקות בטכנולוגיה זו בעולם עדיין קטנה באופן יחסי ולכן יש לשוק לאן להתרחב. עם זאת, איננו צופים כי שיעור צמיחה זה ימשך לאורך זמן מהסיבה הבאה- בשנת 2006 החברה הובילה מהלך אסטרטגי עולמי של החדרת הרובוטים האוטומטיים לשוק



ברכיות השחייה הפרטיות ע"י ייצור מוצר חדיש מותאם מבחינת טכנולוגיה ומחיר לשוק זה ("דולפין"). החדרת המוצר אפשרה לחברה להשתלט על נתח משמעותי בשוק (31%) ואת הצמיחה המהירה במכירות בשנים הנ"ל. אולם כבר היום התחרות הופכת לאגרסיבית, דבר המאלץ את החברה להוריד מחירים. החברה אמנם פועלת לחידוש טכנולוגי – הטמעת יכולת DIY במוצריה (תחזוקה ותיקונים ברמת הדילר המשווק), אולם אין ספק כי זה לא מספיק על מנת להמשיך בשיעורי הצמיחה הגבוהים בהכנסות שנבעו כתוצאה מהקמת השוק למעשה.

בנוסף לכך, בשנת 2011 איבדה החברה את הלקוח הגדול ביותר שלה – "אסטרל". על מנת לפצות על אבדן זה פעלה החברה בשנת 2011 לחיזוק לקוחות קיימים והתקשרות עם מפיצים חדשים בארה"ב. תוצאות אבדן ההכנסה מהלקוח טרם התבטאו בדוחות בשנת 2011 אולם הם אכן משתקפים בדוחות הרבעון הראשון לשנת 2012 ונראה כי לא נגרם לחברה נזק מאבדן הלקוח.

להתנהגות האקלימית בעולם חשיבות מכרעת על היקף המכירות של החברה. עיקר ההשפעה היא על מגזר הבריכות הפרטיות בשל העובדה כי מרבית הבריכות הציבוריות הינן מקורות. בשנת 2011 פעלה החברה להקמת חברת בת- מפיצה באוסטרליה תוך כוונה לחדור לשוק זה, בו עונות השנה הפוכות, ובכך להגדיל את מחזורי המכירות שלה בעתיד וכן לנטרל במידה מסוימת את השפעת העונתיות. גורם זה מהווה גורם מרכזי בהערכתנו את צמיחת ההכנסות (וכן הרווחיות התפעולית) בעתיד.

החברה עצמה צופה גידול של כ 10% לשנה במספר המוצרים הנמכרים במגזר זה. להערכתנו, תחזיות החברה לגידול השוק הגיוניות אולם היכולת של החברה לשמר את נתח השוק שלה מוטל בספק לאור ההאטה בקצב ההתפתחות הטכנולוגית, אבדן הלקוח המרכזי, וירידת הדרגתיות של חסמי הכניסה לענף. למרות הכניסה לשוק האוסטרלי הצפויה לספק מענה מסוים לירידה הצפויה לדעתנו בנתח השוק באירופה ובארה"ב, יהיה זה מענה חלקי בלבד להערכתנו מכיוון שהחברה חוזרת לשוק ניקוי רובוטי פעיל באוסטרליה (ראה פירוט על חברת ההשוואה האוסטרלית).

צבר ההזמנות של מנקי הבריכות הפרטיות ליום 31 בדצמבר 2011 עמד על סך של 61,560 אלפי ש"ח לעומת 61,300 אלפי ש"ח ביום 31 בדצמבר 2010 (גידול של כ- 0.5% בלבד) מנתון זה אנו מסיקים כי החברה לא תציג בסוף השנה צמיחה דומה לשנים הקודמות (אנו עדיין צופים שיעור צמיחה גבוה מ 0.5 אחוז הנ"ל מכיוון שלא כל מכירותיה באות לידי ביטוי בצבר ההזמנות וכן החדירה לשוק האוסטרלי טרם באה לידי ביטוי בצבר ההזמנות זה). לאור הנ"ל, בחרנו להכיר בצמיחה צפויה של 6% בשנת 2012 לאור אובדן הלקוח, עלייה ל 8% ב 2013 לאור כניסה מלאה לשוק האוסטרלי וירידה של 2% מנתון זה בכל אחת משנות התחזית הפרטנית כלדקמן :

2016E	2015E	2014E	2013E	2012E
2%	4%	6%	8%	6%

#### מגזר פעילות בריכות ציבוריות :

צמיחת שוק זה נמוכה יותר מהצמיחה בשוק הבריכות הפרטיות ועומדת על כ 2%-4% בשנה בלבד. הצמיחה נובעת בעיקר ממעבר לניקוי אוטומטי מניקוי ידני בבריכות שחייה קיימות.

בניגוד לשוק הבריכות הפרטיות, בו קיימת חשיבות עיקרית למחיר המוצר הנמכר, עלות התחזוקה שלו והיותו ידידותי למשתמש, בשוק זה הגורמים העיקריים ליכולת החברה להגדיל את פלח השוק שלה הם אמינות המוצר, ביצועיו ורמת השירות.

החברה השיקה במהלך שנת 2008 רובוט חדש בעל טכנולוגיה חדשנית לניקוי בריכות שחייה ציבוריות גדולות ("Wave") בניסיון להגדיל את נתח השוק שלה אולם התוצאות מאז השקתו היו נמוכות מהצפוי ולא הביאו להגדלת נתח השוק.

החזירה לשוק האוסטרלי לא צפויה להביא לגידול במכירות במגזר פעילות זה אלא בעיקר בתחום הבריכות הפרטיות בשלב הראשון.

החברה מחזיקה בנתח שוק של 15%-18% באופן קבוע בחמשת השנים האחרונות.

להערכתנו, החברה תמשיך לשמר את נתח השוק הנוכחי שלה ועל כן הצמיחה הצפויה בהכנסות תהא רק בגין הגידול בשוק. בחרנו באפשרות השמרנית כי השוק יצמח ב 2% בשנה בלבד ולכן צמיחת ההכנסות בשנות התחזית הפרטנית במגזר זה יהיו כדלקמן :

2016E	2015E	2014E	2013E	2012E
2%	2%	2%	2%	2%

### מגזר פעילות MGI :

בשנת 2010 חקיקה חדשה בצרפת בנושא אזעקות לבריכות שחייה גרמה לחיזוק משמעותי של מגזר פעילות MGI (המייצר מוצרי אזעקה וגלאי טביעה לבריכות פרטיות וציבוריות) על ידי העלמות מתחרים מהשוק. ההערכה היא כי חקיקה נוספת דומה תתרחש ברחבי העולם בשנים הבאות אשר תביא לגידול נוסף בנתח השוק של מגזר MGI. כמו כן, מגזר פעילות זה עוסק בפיתוח ומכירה של כיסויים אוטומטים לבריכות שחייה. התחרות בתחום הינה רבה אולם המוצרים המתחרים אינם חדשניים ויחסית גנריים. בשנת 2010 פיתחה החברה מערכת חדישה לכיסוי בריכות המתבססת על הנעת המים בצנרת הביתית ולא על הנעה חשמלית. מערכת זו זוכה ליתרונות רבים – היא ירוקה יותר, חסכונית יותר, ואמינה יותר ובעיקר – שונה משאר המוצרים המתחרים. המערכת צפויה להתחיל להימכר החל מהחציון השני לשנת 2012 ולספק גידול מסוים בנתח השוק של החברה בתחום זה.

מגזר פעילות זה מופעל דרך חברת הבת MGI. חברה זו מחזיקה מאז שנת 2005 בחברת סטארט-אפ בשם Adamant. לאורך השנים החברה הזרימה כספים למו"פ לחברה זו אשר הקטינו משמעותית את רווחיות המגזר. במהלך הרבעון הראשון לשנת 2012 החליט דירקטוריון החברה להפסיק את התמיכה הכספית באדמנט והיא נכנסה להליכי פירוק. לאור הנ"ל החברה הציגה את ההפסד מפעילות אדמנט בדו"חות הרבעון הראשון לשנת 2012 בשורה אחת- "הפסד מפעילות מופסקת". כמו כן, החברה הציגה את מספרי ההשוואה לשנת 2011 בצורה מתוקנת כאמור.

ניתוח שיעור הצמיחה ההיסטורי בהכנסות במגזר פעילות זה הינו מוטא מטה בשל התוצאות המעורבות עם חברת אדמנט. כמו כן מכיוון שעיקר פעילות המגזר היא באירופה, שיעורי הצמיחה מושפעים מאוד משער היורו. ניתוח של שיעור הצמיחה בהכנסות בין 2010 ל-2011 בנטרול השפעת אדמנט ושער החליפין מציג צמיחה של כ 51% לעומת ירידה של כ 4% ללא התחשבות בנתונים אלו.

צבר ההזמנות במגזר פעילות זה ליום 31 בדצמבר 2011 עמד על סך של 12,450 אלפי ₪ לעומת 11,498 אלפי ₪ שנה לפני כן (גידול של כ 8.3%).

לאור תהליך התייעלות שערכה החברה במגזר פעילות זה, הפסקת פעילות אדמנט, הצפי לחקיקה עתידית בתחום הגלאים לבריכות השחיה וההתמקדות באנרגיה ירוקה אשר מאוד "טרנדית" בתחום הכיסויים האוטומטיים לבריכות אנו צופים כי הגידול בצבר ההזמנות משקף נאמנה את הגידול הצפוי בהכנסות בשנת 2012. הפחתת גידול זה לאורך שנות התחזית הפרטנית מטעמי שמרנות עד גודל הגידול הצפוי בשוק בלבד (כ 2 אחוז).

2016E	2015E	2014E	2013E	2012E
2%	2%	4%	6%	8%

## 5. חיזוי ההוצאות התפעוליות:

כאמור, לשם מציאת הרווח התפעולי נקטנו בגישה של חיזוי פרטני של ההוצאות התפעוליות. את עלות המכירות אמדנו באופן פרטני לכל מגזר פעילות בנפרד ואת שאר העלויות התפעוליות חיזינו לחברה כולה.

### עלות המכירות:

את התחזית לעלות המכירות ערכנו ע"פ שיעור הרווח הגולמי ההיסטורי של כל אחד ממגזרי הפעילות של החברה בהתאמה. שיעור הרווח הגולמי החזוי זהה לכל שנות התחזית בשל עקביות גבוהה בנתון זה בשנים קודמות.

Expected	Q1 2012	2011	2010	2009	
*41%	44.16%	41.37%	41.31%	45.34%	שיעור רווח גולמי - פרטיות
**50%	49.27%	52.48%	48.95%	52.27%	שיעור רווח גולמי - ציבוריות
***33%	38.38%	31.07%	31.82%	28.75%	שיעור רווח גולמי - MGI

\* במגזר הבריכות הפרטיות בחרנו בשיעור רווח גולמי צפוי של 41% מכיוון שהחלטנו לתת משקל יתר לשנים האחרונות וכן לקחנו מקדם שמרנות של כחצי אחוז (שיעורי הרווח הגולמי ברבעוניים הראשונים תמיד גבוהים יותר מאשר האחרונים בשל העונתיות ולכן התייחסנו לנתונים השנתיים בלבד).

\*\* במגזר הבריכות הציבוריות בחרנו בשיעור רווח גולמי צפוי של 50% כממוצע פחות אחוז אחד כמקדם שמרנות.

\*\*\* במגזר MGI בחרנו בשיעור רווח גולמי צפוי של 33%. ממוצע השיעורים השנתיים נמוך יותר אולם הם מושפעים מהפעילות המופסקת בחברת אדמנט. לכן בחרנו לתת משקל יתר לנתון הרבעון הראשון של 2012 ובחרנו להעלות את הרווחיות הגולמית בכ 1.5 אחוז מעל הממוצע השנתי. אנו מאמינים כי לאור הפסקת פעילות אדמנט בחירה בשיעור רווחיות זה עדיין מבטא שמרנות מסוימת.

### הוצאות מו"פ:

תחזית הוצאות מו"פ מבוססת על שיעור הוצאות המו"פ מההכנסות בשנים קודמות תוך התחשבות בעובדה כי בשל הפסקת פעילות חברת אדמנט למעשה הופסק אחד ממחוללי העלות המרכזיים של הוצאות המו"פ.

Expected	Q1 2012	2011	2010	2009	
*2.5%	2.11%	4.05%	4.77%	6.13%	הוצ' מו"פ / הכנסות

\* אנו מעריכים שכל שהזמן עובר הוצאות המו"פ צפויות לקטון בשל הגעת החברה לרוויה טכנולוגית לעומת שנותיה הראשונות שהתאפיינו בהוצאות מו"פ רבות לשם ביסוס קו המוצרים הקיים. על כן, בחרנו בשיעור הוצאות מו"פ מההכנסות אשר יעמוד על 2.5% בשאר שנות התחזית, וזאת תוך מתן משקל גבוה יותר להוצאות המו"פ ברבעון הראשון של 2012 אשר מהווה דוגמא טובה יותר גם בשל העובדה שאינו מכיל הוצאות מו"פ בגין פעילות אדמנט המופסקת.

### הוצאות מכירה ושיווק:

תחזית הוצאות מכירה ושיווק מבוססת על שיעור הוצאות מכירה ושיווק מההכנסות בשנים קודמות תוך התאמת הנתונים לאירוע החדירה לשוק האוסטרלי הצפוי בשנים הקרובות.

2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	Q1 2012	2011	2010	2009	
15%	15%	15%	16%	16.5%	12.44%	16.38%	14.51%	14.45%	הוצ' מכירה ושיווק / הכנסות

כפי שניתן לראות, הערכנו כי שיעור הוצאות המכירה והשיווק ביחס להכנסות ימשיך במגמת העלייה שהחלה בשנת 2011 ויעלה עד ל- 16.5% בשנה הקרובה בשל מאמצי מוגברים לשווק את מוצרי החברה באוסטרליה

והחדירה לשוק שם. לאחר מכן השיעור יפחת בהדרגה עד ל 15% אשר מהווה את ממוצע ההשקעות הרגיל שהשקיעה החברה במאמצי מכירה בשנים הקודמות, בתוספת של כחצי אחוז כמקדם שמרנות.

הוצאות הנהלה וכלליות:

החיזוי מבוסס על שיעור הוצאות הנהלה וכלליות מההכנסות בשנים קודמות:

2017E	2016E	2015E	2014E	2013E	Q1 2012	2011	2010	2009	
11.5%	11.5%	11.5%	12%	12.5%	8.47%	14.14%	15.93%	17.61%	הוצ' הנהלית/ הכנסות

מהסתכלות על הנתונים זיהינו ירידה בשיעור זה לאורך השנים, אשר נובע מהיתרון לגודל (צמיחת ההכנסות לא גוררת צמיחה של הוצאות אלו באותו היחס). כמו כן, זיהינו שיפוע תלול יותר במגמת הירידה בשיעור ההוצאות ברבעון הראשון של שנת 2012 אשר מיוחסת בסבירות גבוהה לנטרול ההוצאות בגין פעילות אדמנט המופסקת. עם זאת בחרנו להעריך כי קו המגמה ישמר בשנת 2012 מטעמי שמרנות ויגיע עד 12.5 אחוז בלבד. לאחר מכן, המשכנו להפחית את שיעור ההוצאות בשל הערכה כי הכנסות החברה ימשיכו לצמוח בקצב גבוה מהעלייה בהוצאות אולם עצרנו את קו המגמה ב 11.5% על מנת למנוע הטייה מוגזמת של שווי החברה (שמרנות).

#### 6. שיעור הצמיחה היציבה:

בחרנו בשיעור צמיחה של 1.5% בחישוב השנה הטרמינלית. שיעור הצמיחה שבחרנו הינו מחמיר ושמרני, מבוסס על קצב הגידול הצפוי בגודל השווקים "האיטיים" יותר אליהם משווקת החברה- שוק הבריכות הציבוריות ושוק MGI - 2% בשנה. שוק הבריכות הפרטיות צפוי לצמוח בקצב גבוה יותר בעתיד הנראה לעין אולם אנו סבורים כי נתח השוק הגדול של החברה יישחק לאורך הדרך בשל ירידת חסמי הכניסה הטכנולוגיים וה ROC הגבוה יחסית בענף זה שצפוי למשוך חברות מתחרות חדשות. מפאת שמרנות לקחנו מקדם של חצי אחוז למטה.

#### 7. שיעורי המס החזויים:

החברה מוכרת את מוצריה באמצעות חברות בנות ברחבי העולם. עיקר המכירות שלה מתבצעות נכון להיום ע"י חברות בנות בצרפת ובארה"ב. חלק נוסף מן המכירות מתבצע ישירות ע"י חברת האם למפיצים לא קשורים. חישובנו את שיעור המס התפעולי החל על הקבוצה כולה תוך הפרדת הוצאות המס המדווחות בין האם לבין הבנות. שיעור המס הסטטוטורי בו השתמשנו הינו- 15% מס בישראל על רווחי חברת האם (החברה מקבלת 10% הקלת מס בשל מפעל באזור עדיפות לאומית). רווחי הבנות מתפלג בין רווחים בארה"ב החבים במס של כ 40% (מס פדרלי ומדינתי) ורווחים בעיקר בצרפת החבים בשיעור של 33%. על כן, הערכנו את שיעור המס הסטטורי החל על החברות הבנות ב 36%. שיעור המס התפעולי תוך שקלול בין מס בישראל לבין מס בחו"ל בגין הבנות חושב כ - 32% וזה גם שיעור המס בו בחרנו לתחזיות לשנים הבאות. ראה חישוב בנספח.

#### 8. תחזית CAPEX:

לשם עריכת תחזית CAPEX בשנות התחזית הפרטנית נקטנו בגישת חיזוי ההשקעה ברכוש קבוע - גישת ה Stocks.

Expected	2011	2010	2009	
*14%	12.14%	13.94%	16.15%	רכוש קבוע נטו / מכירות

בחרנו לחזות את יחס הרכוש קבוע / מכירות העתידי לפי שיעור ממוצע של 14%. החברה משקיעה אחת למס' שנים ברכוש קבוע ואנו מעריכים כי שימוש בשיעור ממוצע ישקף השקעות אלה. לאחר מכן כמובן ערכנו את תחזית ה CAPEX באופן הבא- השינוי בר"ק נטו בתקופה בתוספת הפחת בתקופה.

את הפחת חזינו כאחוז קבוע מסעיף רכוש קבוע נטו :

Expected	2011	2010	2009	
*38%	38.06%	38.02%	37.37%	פחת / רכוש קבוע נטו

בחרנו בשיעור של 38% תוך מתן משקל גבוה מעט יותר בממוצע לשנתיים האחרונות.

#### 9. תחזית השקעה בהון חוזר תפעולי :

חישוב ההשקעה בגישת ה Flows הובילה לתוצאה תנודתית מדי. על כן בחרנו לזהות את המגמה על פי גישת ה Stocks לפי יחס הון חוזר / מכירות אשר הציג מגמה ברורה יותר מאשר היחס לעלות המכר.

Expected	2011	2010	2009	
*30%	25.5%	18.93%	13.27%	הון חוזר תפעולי / מכירות

הסיבה לגידול ההיסטורי ברמת ההון החוזר התפעולי של החברה ביחס למכירות נעוצה בכך שהחל מסוף שנת 2010, שלא כמו קודם לכן, החברה החלה לייצר למלאי מוצרים גמורים על מנת לספק מענה טוב יותר לכמות ההזמנות ההולכת וגדלה. החברה לא מעריכה כי תגדיל עוד את היקף הייצור למלאי בעתיד. לכן, בחרנו שיעור חזוי של 30% מההכנסות אשר מבטא את יחס ההון חוזר / מכירות האחרון לערך בתוספת של 5% לשם שמרנות והאפשרות שהחברה בכל זאת תגדיל מעט את רמות המלאי עם החדירה לשוק האוסטרלי בעתיד הקרוב.

#### 10. ROC משתמע ו- ROC בתקופה היציבה :

ה- ROC בתקופת האפס הינו כ- 16%. לאור הצמיחה הצפויה בהכנסות החברה וזאת ללא השקעה נדרשת משמעותית צפויה בקפיטל (הקמת מפעלים וכדומה), אנו בהחלט צופים כי ה- ROC של החברה בשנות התחזית הפרטנית ישתפר, וכך אכן הדבר : ניתן לראות עלייה הדרגתית ב- ROC המשתמע עד ל - 20.67% בשנה שלפני השנה הטרמינלית.

ה- **ROC היציב שבחרנו הוא 20%** וזאת לאור ה ROC אליו הגענו בסוף התחזית הפרטנית. קיים קושי להעריך את ה ROC בענף זה בשל העובדה כי הענף מורכב ברובו מחברות פרטיות אשר אין נתונים לגביהם. עם זאת, ROC חברת ההשוואה שמצאנו (GUD) הינו 35% ועל כן ניתן לומר כי ROC של 20% בשנה היציבה אינו גבוה באופן לא סביר. איננו מעריכים כי החברה תשפר את ה ROC שלה עד 30% או 35% בשנה היציבה שכן מדובר ב ROC גבוה מאוד ביחס לענפים אחרים אשר ודאי ירד בטווח הארוך בשל ירידת חסמי הכניסה והצטרפות מתחרות לשוק זה.

#### 11. Wacc :

מציינת עלות ההון העצמי :

rf	5.30%	לפי שחר (נומינלי) ל 10 שנים
ביטא גולמית	0.72	מביזפורטל
ביטא מתואמת	0.8124	גולמית מוכפלת ב 0.67 + 0.33
פרמיית הסיכון בשוק הישראלי	5.85%	נתון
Re =	10.053%	לפי SML

לחברה אין חוב נטו אלא יש לה יתרה של נכסים פיננסיים הגבוהה מיתרת החוב הפיננסי ועל כן עלות ההון המשוקללת תהיה עלות ההון העצמי - **10.053%**

**12. חישוב שווי ראוי להון העצמי ולמניה:**

186,992	שווי נוכחי שנה טרמינלית
78,916	שווי נוכחי שנים פרטניות
<b>265,908</b>	<b>שווי פעילות תפעולית</b>
43,360	נכסים כספיים נטו
(15,000)	דיבידנד ששולם לאחר תאריך המאזן
-	מזומן בגין מימוש אופציות
(2,567)	הפחתת זכויות מיעוט
<b>291,701</b>	<b>סה"כ שווי חברה</b>
102,596	הון מונפק ונפרע (אלפי ע.ג.)
80	מניות רדומות (אלפי ע.ג.)
102,515	הון רשום למסחר (אלפי ע.ג.)
-	אופציות עובדים לא סחירות (אלפי ע.ג.)
102,515	מס' מניות בדילול מלא של אופ בכסף (אלפי ע.ג.)
<b>2.85</b>	<b>מחיר מניה</b>
2.67	מחיר מניה בשוק
-6.31%	פרמיה/דיסקאונט

\* ישנם 2,921 אלפי ע.ג. מונפקים באופציות לעובדים. מחיר המימוש של אופציות אלו הינו 5 ש"ח לאופציה – מחיר גבוה משמעותית ממחיר המניה הנוכחי בשוק. בשל העובדה כי כל האופציות **רחוקות מהכסף** החלטנו לא להתחשב בהן בדילול.

\*\* מצאנו ככי המניה נסחרת בדיסקאונט. ההפרש בין הערכת השווי למחיר בשוק אינו מהותי ולכן נראה כי לא בהכרח נמליץ על קניה של המניה. שיקול נוסף כנגד קניה: בשל סחירות יחסית נמוכה של מניה זו, ניתן לומר כי משקיע עשוי להפסיד עד כ 5% מערך המניה בקניה ובמכירה וזאת עוד לפני עמלות העסקה. ניתן ללמוד זאת גם ממחירי הביקוש וההיצע המצוטטים.

**13. טבלת רגישות של שווי הפעילות לשיעור הצמיחה היציב וה- Wacc:**

10.15%	10.10%	10.053%	10.00%	9.95%	wacc / gs
259,986	261,470	262,880	264,489	266,023	1.00%
261,380	262,903	264,351	266,003	267,579	1.25%
262,854	264,420	<b>265,908</b>	267,606	269,227	1.50%
264,417	266,027	267,558	269,306	270,973	1.75%
266,075	267,733	269,311	271,113	272,834	2.00%

**14. טבלת רגישות של שווי ההון העצמי לשיעור הצמיחה היציב וה- Wacc:**

10.15%	10.10%	10.053%	10.00%	9.95%	wacc / gs
285,779	287,263	288,674	290,282	291,817	1.00%
287,173	288,696	290,144	291,796	293,373	1.25%
288,648	290,213	<b>291,701</b>	293,399	295,021	1.50%
290,210	291,820	293,352	295,099	296,769	1.75%
291,868	293,527	295,104	296,906	298,628	2.00%

## פרק חמישי: תגמול מנהלים

עובדי ההנהלה הבכירה מועסקים בחוזים אישיים, אשר חלקם כוללים זכות לקבלת מענקים שנתיים המותנים בביצועי החברה ובעמידה ביעדים אישיים. נושאי המשרה הבכירים הינם בעלי אופציות בהון מניות החברה, הדבר מהווה תמריץ ראוי ומספק לתפקודם בחברה. נשיא החברה שחר עפר הינו היחיד מבין בעלי המשרות הבכירות המחזיק בנוסף לאופציות גם הון מניות (0.02%). חמשת נושאי המשרה הבכירה בחברה (או בתאגיד בשליטתה), שהינם מקבלי השכר הגבוה ביותר (הנתונים מוצגים באלפי ש"ח):

שם	תפקיד	שיעור החזקה בהון התאגיד		שכר	מענק	תשלום מבוסס מניות (ההוצאה שנרשמה בספרים בגין אופציות שהוענקו)	סה"כ
		הון מניות רגיל	(בדילול מלא)				
עפר שחר	נשיא	0.02%	1.16%	1.146	210	366	1,722
יובל בארי	מנכ"ל	-	0.47%	994	132	75	1,201
רונדולף קיזיטאף	נשיא MTUS	-	-	661	268	-	947
וינסנט קוורה	סמנכ"ל MGI	-	-	679	119	-	816
אפריים גרטי	מנהל טכנולוגיות	-	0.10%	636	40	32	708

### 1. פירוט אודות שני נושאי המשרה הבכירים ביותר בעלי השכר הגבוה ביותר:

(א) **נשיא החברה - עפר שחר:** מועסק כנשיא החל מיום ה-1 בנובמבר 2008. משכורת חודשית: 70,000 ש"ח, תנאים נלווים (רכב צמוד, תנאים סוציאליים וכו'), וזכאות למענק שנתי בהיקף של עד 4 משכורות חודשיות. הגמול המהווה תמריץ מספק וראוי לנ"ל לפעול למען קידום החברה. תחשיב המענק לשנת 2011 (זכאות של כ-75% ממכסת המענק - 210,000): 40% בגין תוצאות כלכליות של החברה ו-60% בגין עמידה ביעדים אישיים. לאור ההישגים המרשימים בשנת 2011 לתחומים שתחת ניהולו: גידול משמעותי במכירות החברות הבנות והכנת תשתית להקמת חברת הבת באוסטרליה, נראה כי הגמול הינו סביר והוגן. בפועל, לאור הפסדי החברה בשנת זו, הוחלט לאחר תאריך המאזן שלא לשלם את המענק. מהדיווח המידי מיום ה-12 במרץ 2012 עולה זכאותו של הנ"ל להמשך קבלת משכורת ותנאים נלווים למשך 3 חודשים נוספים לאחר סיום העסקתו בסוף מאי 2012 (עלות כוללת: 291,000 ש"ח). הטבה זו משקפת עשור של פעילות בו עיצב הנשיא את דמות החברה והוביל אותה להישגים ניכרים בזירה המקומית והבנ"ל, הדבר נראה סביר והוגן. הון המניות שבידו והאופציות (המקנות בדילול מלא 1.16%), מהווים תמריץ ראוי של רווח אישי לקידום פעילויות החברה. כתבי האופציה פקעו בהתאם לתנאיהם, כ-90 יום מסיום העסקתו (31.5.2012).

(ב) **מנכ"ל החברה - יובל בארי:** מועסק כנשיא החל מיום ה-1 לנובמבר 2008. בנוסף למשכורת החודשית בגובה 55,000 ש"ח (צמודה למדד המחירים לצרכן), שכרו כולל גם תנאים נלווים לשכר. החל משנת 2010 זכאי הנ"ל למענק שנתי בהיקף של עד 4 משכורות חודשיות. הגמול מהווה תמריץ מספק וראוי לנ"ל לפעול למען קידום החברה. תחשיב המענק לשנת 2011 (זכאות של כ-60% ממכסת המענק - 132,000 ש"ח): 40% בגין תוצאות כלכליות של החברה ו-60% בגין עמידה ביעדים אישיים. לאור ההישגים המרשימים בשנת 2011 לתחומים שתחת ניהולו: היערכות החברה מחדש באירופה, שיפור מדדים פנימיים של החברה, השקת קו מוצרים רובוטיים חדשני וגידול בהיקף הפעילות של החברה, נראה כי הגמול הינו סביר והוגן (זאת בהתחשב בגודלה של החברה, היקף פעילותה ובמורכבות תפקיד מנכ"ל החברה והאתגרים הניצבים בפני החברה). בפועל, לאור הפסדי החברה בשנת 2011, הוחלט לאחר תאריך המאזן שלא לשלם לנ"ל את המענק. לאחר פרסום הדוח עודכנה משכורתו החודשית של הנ"ל לסך 65,000 ש"ח. הדבר אינו מתיישב עם הפסדים החברה ב-2011, עליה של ~18% הינה מעט מופרזת.



## פרק שישי: מכפילים

לצורך פרק זה פעלנו על מנת לאתר חברה בעלת אופי פעילות דומה, תחילה בארץ ולאחר מכן בחו"ל, זאת לשם יצירת קבוצת השוואה לחברה דנן. לצערנו גילינו כי כלל החברות בשוק בו פועלת החברה, בדגש על מתחרותיה, הינן חברות פרטיות אשר אינן מפרסמות נתונים אודות פעילותן ברבים. לפיכך, הרחבנו את חיפושנו למחוזות רחוקים יותר ומצאנו לנכון לערוך השוואה בין חברתנו לחברת GUD holdings האוסטרלית, המייצרת ומשווקת מוצרים דומים למוצריה של החברה. נציין כי היקף פעילותה של GUD, השווקים בהם פועלת וכן המדיניות החשבונאית המיושמת בדוחותיה הכספיים ועל פיה היא מדווחת לרשויות הינם שונים ממאפייניה של חברתנו. הדבר יבוא לידי ביטוי בהמשך. על אף הבדלים מהותיים אלו בין החברות, לאור המגבלות הקיימות בשוק, בחרנו להשוות את חברתנו לחברה זו. להלן המכפילים הנצפים:

מכפיל רווח נקי	מכפיל EBITDA	מכפיל EBITA	מכפיל EBIT	רווח (הפסד) נקי	EBITDA	EBITA	EBIT	EV	Marketcup	
-16.20	5.98	4.87	7.90	-16,866	33,541	41,211	25,400	200,687	273,306	החברה (ש"ח)
15	12	10	9	39,656	52,095	60,374	65,944	621,585	587,262	חברת השוואה (AUD)
15	12	10	9	153,469	201,608	233,647	255,203	2,405,533	2,272,703	חברת השוואה (ש"ח)

\*הנתונים מוצגים באלפי ש"ח

- מרקט קאפ חברת השוואה: כמות מניות מונפקת (690,896,11) לתאריך המאזן, כפול מחיר המניה בשוק נכון לכתיבת מסמך זה (\$8.5).
- הנתונים של חברת השוואה הינם בדולרים אוסטרליים (AUD), למען השוואה נעשה שימוש בשער החליפין ליום כתיבת הדוחות (3.87 ש"ח עבור 1 AUD).
- מכפיל רווח נקי הינו שלילי לאור הפסדי החברה בשנת 2011. כהערת אגב, מכפיל הרווח לשנת 2010 (בה) נרשם רווח נקי של 11,759 והחברה היתה בעלת מרקט קאפ של 428,514 היה: 36.4.

### 1. זיהוי ובחינת פונדמנטלס:

א. פונדמנטלס כלליים:

- (1) שיעור צמיחה גבוה יותר ראוי למכפיל גבוה יותר: חברת השוואה: 3% אל מול 1.5% בלבד של החברה.
- (2) ROC: חברת השוואה הינה בעלת ROC של 31.84% בעוד שה ROC של החברה עומד על 16% בתקופת האפס. באם נניח כי אין הבדל בפונדמנטלס האחרים, אזי ראוי שחברת השוואה תקבל מכפיל גבוה יותר לאור ה ROC הגבוה שלה (ואכן כך הדבר). לחברת השוואה רווחיות תפעולית גבוה ביותר (2.88) לעומת זו של החברה וכן גלגול הנכסים בחברת השוואה נמוך משמעותית מקצב הגלגול של החברה:

חברת השוואה	החברה	
0.11	1.74	גלגול נכסים
2.88	0.09	רווחיות תפעולית
31.8	15.9	ROC

- (3) שיעור המס עבור חברת השוואה עומד על 30% בעוד ששיעור מס החברות בישראל לשנת 2011 עומד על 24%. שיעור מס גבוה יותר גורר מכפיל נמוך יותר, אולם נראה שלאור הרווחיות האדירה של חברת השוואה (לעומת החברה), הדבר לא ניכר בגובה המכפיל.



ב. פונדמנטלס של מכפיל EBITDA - מדד קצב הבלאי (DARatio): ככל שקצב הבלאי מהיר יותר אזי המכפיל צפוי להיות נמוך יותר. הרכוש הקבוע אצל החברה מהווה כ-11.5% מכלל נכסי המאזן לשנת 2011 ואילו אצל חברת ההשוואה מהווה הר"ק כ-6.4% מהנכסים. שתי החברות מיישמות מדיניות פחת של קו ישר, מכאן ששיעור גבוה יותר של ר"ק משמעו DARatio גבוה יותר ומכפיל EBITDA נמוך יותר- מתיישב עם התוצאות הנצפות.

ג. פונדמנטלס רווח נקי:

1) מינוף: החברה אינה ממונפת זאת בניגוד לחברת ההשוואה שהינה בעלת חוב (ההון העצמי מהווה אצל חברת ההשוואה כ-51% מסך כלל המאזן, ומכאן כי יחס המינוף הינו משמעותי). המינוף הינו פונדמנטל משמעותי במכפיל רווח נקי, לאור ההבדלים בין החברות מסתמן כי אין זה מכפיל ראוי עבור החברה.

2) ROE: תשואה על הון עצמי מוגדרת כרווח נקי חלקי הון עצמי. ROE של חברת ההשוואה עומד על 15.39% (ההון העצמי של חברת ההשוואה ל-2011 עומד על 257,644 אלפי דולרים אוסטרליים). החברה בעלת ROE שלילי של -16.60% לאור הפסדיה בשנה. ROE גבוה משמעו צמיחה "זולה"- מצדיק מכפיל רווח נקי גבוה.

מהאמור לעיל, ולאור מכפיל הרווח השלילי לשנת 2011, מסתמן שמכפיל זה אינו ראוי ולא נעשה בו שימוש.

רווח נקי	EBITDA	EBITA	EBIT	
	402492	412110	228600	EV
	0	0	0	(חוב נטו)
	43,360	43,360	43,360	נכסים כספים עודפים
	15,000	15,000	15,000	(דיבידנד ששולם לאחר ת. המאזן)
	2,567	2,567	2,567	(ז. מעוט)
-	428,285	437,903	254,393	שווי הון עצמי

## 2. שיטת המכפילים אל מול שיטת DCF להערכת שווי ההון העצמי וקביעת המכפיל הראוי:

ע"פ שיטת הDCF הונה העצמי של החברה הינו 291,701 אלפי ש"ח ושווי פעילותה 265,908 אלפי ש"ח. נציין כי שיטת המכפילים סיפקה תוצאות שונות (הן אל מול הDCF והן בהשוואה בין המכפילים) שחלקן גבוהות מתוצאות הDCF. ככלל, שיטת המכפילים עושה שימוש בתמחור השוק, המושפע משמעותית מפערי מידע, אי וודאות, הבדלים בגודל ואופי פעילות החברות וכו'. בענפים בהם קיימות מספר חברות בעלות מאפיינים משותפים, ניתן ליצור קבוצת השוואה אשר תהווה בסיס מהימן לבחינת אפקטיבית של החברה ע"י שיטת המכפילים. במקרנו, לאור מגבלות הענף והקושי במציאת קבוצת השוואה, התבססנו על חברת השוואה יחידה. מעבר לכך, גם חברת GUD האוסטרלית שנמצאה ראוייה להשוואה לאור פעילותה בענף, אינה מהווה אמת מידה מהימנה ומספקת ליישום שיטת המכפילים, זאת לאור: פער ניכר בהיקפי הפעילות בין החברות, הבדלים במדיניות החשבונאית המיושמת, שווקים שונים לפעילות, רווחיות תפעולית שונה וכדומה. לאור כך, בראייתנו המכפילים אינם מהווים אמת מידה מהימנה ולכן לדעתנו יש לעשות שימוש בDCF לטובת חישוב שווי הפעילות וההון העצמי. מכאן, המכפיל שסיפק את התוצאה הקרובה ביותר לתוצאות הDCF הינו מכפיל הEBIT, ולכן הוא המכפיל הראוי ביותר (בהתחשב בהסתייגות מעלה). המכפילים הנוספים סיפקו תוצאות גבוהות יותר, ייתכן והדבר אירע לאור עיוותים שנוצרו מכורח המציאות וההשוואה לחברה אחת בלבד שאינה חולקת מאפיינים דומים רבים לחברה הנבחנת.

**נספחים:**

**נספח 1: נכס מו"פ**

הוצאות מו"פ						
q1 2012	2011	2010	2009	2008	2007	
2,362	11,144	11,056	12,917	5,476	4,303	הוצאות לאותה שנה
2,245	6,750	4,539	1,956	861	-	פחת
30,790	26,396	19,880	8,918	4,303	-	יתרה לתחילת השנה
30,907	30,790	26,396	19,880	8,918	4,303	יתרה לסוף השנה
						הנחות:
						מו"פ משמש ל-5 שנים וההוצאות נגרמות בסוף השנה.
						לגבי החכירה- מוכרת כבר כמימונית

**נספח 2: חישובי WACC**

מציאת עלות ההון העצמי		
לפי שחר (נומינלי) ל 10 שנים	5.30%	rf
מביזפורטל	0.72	ביטא גולמית
גולמית מוכפלת ב 0.67 + 0.33	0.8124	ביטא מתואמת
נתון	5.85%	פרמיית הסיכון בשוק הישראלי
לפי SML	<b>10.053%</b>	RE =
עלות החוב		
אין אג"ח לחברה - אחשב לפי יחס כיסוי הריבית	-13159	באלפי ש"ח EBIT
	4733	הוצ' מימון
לפי הטבלה	15%	עלות החוב

לחברה אין חוב נטו אלא יש לה יתרה של נכסים פיננסיים הגבוהה מיתרת החוב הפיננסי ועל כן עלות ההון המשוקללת תהיה עלות ההון העצמי - 10.053%

**נספח 3: חישוב שיעור מס תפעולי**

Taxable income over	Not over	Tax
\$ 0	\$ 50,000	15%
50,000	75,000	25%
75,000	100,000	34%
100,000	335,000	39%
335,000	10,000,000	34%
10,000,000	15,000,000	35%
15,000,000	18,333,333	38%
18,333,333	.....	35%

2011	2010	2009	
8,267	4,486	4,671	מסים מדווחים כל קבוצה
6,482	4,656	5,782	מסים מדווחים אם
1,785	(170)	(1,111)	מסים מדווחים בנות
591	2,494	12,870	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו - כל הקבוצה
649	21		הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו - אם
(58)	2,473	12,870	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו - בנות
8,702	6,729	9,465	הכנסות מימון- כל הקבוצה
7,154	795	10,655	הכנסות מימון- אם
1,548	5,934		הכנסות מימון-בנות
(4,733)	(7,266)	(1,649)	הוצאות מימון- בנות
1,657	2,543	577	בנות * t NOE
522	2,942	4,505	בנות * t NOI
			אם * t NOE
1170.45	122.4	1598.25	אם * t NOI
			אם EBITA
31.82%	21.15%	-5.58%	Operating Tax Rate
15%	15%	15%	שיעור מס סטטוטורי ישראל
35%	35%	35%	שיעור מס סטטוטורי משוקלל - ארה"ב צרפת
10,672	5,620	(1,310)	מסים תפעוליים
			עליה (ירידה) בנכס מסים נדחים תפעוליים נטו
33541	26571	23475	כל הקבוצה EBITDA
7670	7827	8158	פחת בגין ר"ק כל הקבוצה
25871	18744	15317	כל הקבוצה EBITA