

**עבודת גמר בהערכת שווי חברות**

**מטריקס אי.טי בע"מ**

**אוקטובר 2013**

## תוכן עניינים

### פרק ראשון – פרופיל החברה

- 2 1.1 תיאור של הפעילויות העסקיות
- 3 1.2 תיאור מבנה הבעלות
- 5 1.3 תיאור החובות הכספיים והיקף היתרות הכספיות

### פרק שני – ניתוח נתונים היסטוריים

- 6 2.1 טבלת מכירות, EBIT, EBITDA לכל פעילות ו-CAPEX לכלל החברה
- 7 2.2 מאזנים תפעוליים
- 8 2.3 מינוף פיננסי
- 8 2.4 תמצית דו"ח רווח והפסד
- 8 2.5 טבלת רווחיות
- 9 2.6 CAPEX ותזרים חופשי מפעילות
- 9 2.7 ROC ופירוק שלו
- 10 2.8 ניתוח יחסי הון חוזר

### פרק שלישי - ניתוח חמשת הכוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה

- 11 3.1 מתחרים קיימים
- 11 3.2 מידת האיום בכניסת מתחרים חדשים
- 12 3.3 יכולת המיקוח של הלקוחות
- 13 3.4 יכולת המיקוח של הספקים
- 13 3.5 מידת האיום בתחליפים

### פרק רביעי – הערכת השווי

- 14 4.1 טבלת DCF
- 14 4.2 בחירת שיעור הצמיחה
- 15 4.3 בחירת שיעור רווחיות תפעולי
- 15 4.4 בחירת שיעורי המס
- 16 4.5 תחזית CAPEX
- 16 4.6 תחזית השקעה בהון חוזר תפעולי
- 16 4.7 ROC משתמע ו-ROC בתקופה היציבה
- 17 4.8 WACC
- 17 4.9 שווי כלכלי ראוי להון העצמי
- 18 4.10 שווי ראוי למניה אחת מונפקת

### פרק חמישי – מכפילים

- 19 5.1 חישוב מכפילים נצפים לחברת מטריקס ולחברת השוואה – מלם תים
- 19 5.2 הבדלים בין מכפילי החברות
- 20 5.3 השוואת הערכת השווי על פי מכפילים לעומת הערכה עפ"י DCF ושווי השוק בפועל

## פרק ראשון – פרופיל החברה

### 1.1 תיאור של הפעילויות העסקיות

החברה ביחד עם חברות הבנות שלה (להלן-החברה) הינה חברה הפועלת בתחום האינטגרציה ושירותי טכנולוגיית מידע (INFORMATION TECHNOLOGY –IT).

#### **לחברה ארבע תחומי פעילות עיקריים:**

- (1) פתרונות ושירותי תוכנה-** הפעילות בתחום זה היא בעיקרה פיתוח מערכות תוכנה ומתן שירותים נלווים לרבות ביצוע פרויקטי אינטגרציה של מחשוב ותוכנה, בדיקות תוכנה ושירותי תוכנה והכל בהתאם לצרכי הלקוח ובהתאם לנושאי ההתמחות המקצועיים. וכן שיפור מערכות תוכנה קיימות והרחבתן.  
פעילות החברה בתחום זה ממוקדת בחברות וארגונים בינוניים וגדולים הפועלים בענפי המשק השונים: בנקאות ופיננסים, חברות ביטוח, חברות אשראי, חברות טלקומוניקציה, מפעלי תעשייה, רשתות שיווק והפצה, משרדי ממשלה צה"ל וכיוצ"ב.  
קיימים גופים רבים המספקים פתרונות ושירותי תוכנה. למיטב ידיעת החברה המתחרים המובילים הינם: נס, טלדור, מלם, וואן, אי.בי.אם ישראל, HP, אמן, אלעד, יעל וכו'.  
לחברה אין הערכה מבוססת ביחס לחלקה בשוק בתחום זה.  
זכויות החברה הקנייניות במוצרים אותם פיתחה (זכויות יוצרים בלבד) אינן רשומות ומוגנות בהתאם לדין הכללי וכן באמצעות הסכמי סודיות. החברה מוכרת ללקוחותיה רישיונות שימוש במערכות אלה.
- (2) שיווק ותמיכה במוצרי תוכנה-** תחום זה בעיקרו הינו הפצת מוצרי תוכנה (בעיקר מחו"ל) ומתן שירותי תמיכה מקצועית במוצרים אלה ללקוחות. המוצרים העיקריים הינם:  
מוצרי תוכנה לניהול קשרי לקוחות (CRM) ולניהול מידע לקוחות (MDM), מוצרי תשתית לניהול מערכות מחשב, מוצרי תשתית לניהול השירות העסקי מוצרי תוכנה לאבטחת מידע, מוצרי תוכנה לוירטליזציה של מערכות מחשב, מוצרי תוכנה לניהול תוכן, מוצרי תוכנה לניהול מאגרי מידע, מוצרי תוכנה לקישור יישומים, כלי בדיקה לתוכנות וכן מוצרים נוספים בקוד פתוח. פעילות החברה בתחום זה ממוקדת בחברות וארגונים בינוניים וגדולים הפועלים בענפי המשק השונים: בנקאות ופיננסים, חברות ביטוח, חברות אשראי, חברות טלקומוניקציה, מפעלי תעשייה, רשתות שיווק והפצה, משרדי ממשלה צה"ל וכיוצ"ב.  
החברה משמשת כמפיצה של חברות תוכנה מובילות בתחומן כגון BMC, REDHAT וכו'.  
לחברה תחרות עם גורמים שונים הפועלים בתחום מוצרי התוכנה בקשר לכל אחד מקווי המוצרים המשווקים על ידה. במרבית המקרים מתחרה החברה בחברות ישראליות המשווקות תוכנות מתחרות המיוותרות על ידי יצרי תוכנה מחו"ל או בסניפים של יצרניות תוכנה מחו"ל בארץ. המתחרים העיקריים הינם: נס, מלם, טלדור, וואן, מיקרוסופט, אורקל, איי.בי.אם וכו'.

- (3) **פתרונות אינטגרציה ותשתיות מחשוב** - פעילות החברה בתחום זה היא בעיקרה הינה שיווק ומתן שירותים בתחומי תשתיות וחומרה וכוללת מתן פתרונות תשתית למערכות מחשבים ותקשורת, מכירה ושיווק של מחשבים אישיים ניידים ושרתים, שירותי תחזוקה למחשבים ולציוד משלים, אספקת שירותים מקצועיים בתחום האינטגרציה ותשתיות המחשוב באמצעות העמדת עובדי החברה לרשות הלקוחות.
- החברה מספקת את הפתרונות המוצרים והשירותים למגוון רחב של לקוחות בענפי המשק השונים מרבית לקוחותיה הם חברות בינוניות גדולות הפועלות בתחומי התעשייה, הייטק, פיננסים, מוסדות ציבור וחינוך. קיימים גופים רבים המספקים פתרונות תשתית ומחשבים וביניהם מתחריה העיקריים: וואן, מלם תים, טלקוד וכו'.
- (4) **הדרכה והטמעה** - החברה מפעילה מרכזי הדרכה והכשרה בתחום ההייטק בהם מועברים השתלמויות מקצועיות וקורסים מתקדמים לאנשי הייטק, מערכי הדרכה והטמעה של מערכות מחשב, קורסי יישומים וקורסי הכשרה מקצועית וקורסים בתחום שוק ההון והפיננסים וכמו כן, קורסים בתחום המיומנות והכשרת מנהלים.
- מרבית לקוחות החברה בתחום זה הינם לקוחות מוסדיים אשר ההתקשרות איתם מוסדרת באמצעות מכרזים ומתחרותיה העיקריות של החברה הינם: וואן, מלם תים, נס וכו'.

**הון אנושי** - להלן התפלגות עובדי החברה לפי תחומי פעילות:

מספר עובדים 31.12.12	תחום פעילות
205	הנהלה ומנהלה
4,917	פתרונות ושירותי תוכנה
265	פתרונות ושירותי תוכנה (ארה"ב)
76	שיווק והטמעה של מוצרי תוכנה
283	פתרונות אינטגרציה ותשתיות מחשוב
754	הדרכה והטמעה
6,500	סה"כ

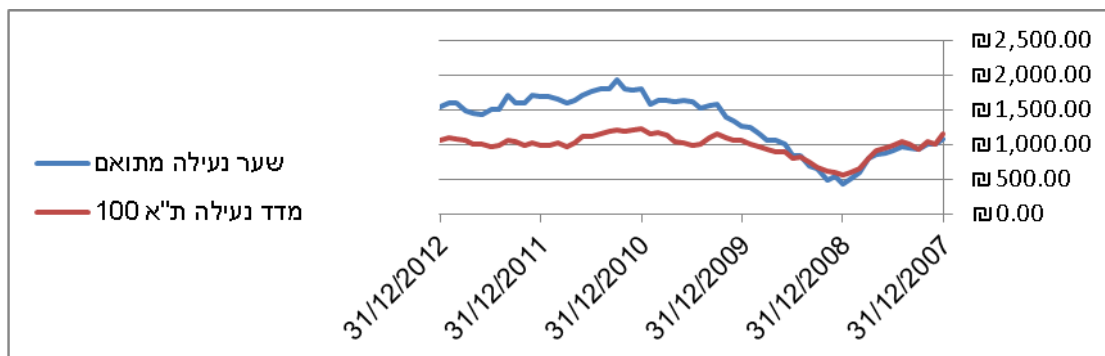
## 1.2 תיאור מבנה הבעלות

שם המחזיק	שיעור החזקה %	שיעור החזקה בדילול מלא %
פורמולה מערכות (1985) בע"מ	50.11	48.39
כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ	2.74	2.65
כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ	2.62	2.53
אפסילון ניהול קרנות נאמנות 1991	0.01	0.01
מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים	0.42	0.41
מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים	0.15	0.15
מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים	6.6	6.38
מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים	3.56	3.44

\* בנוסף, מחזיקה החברה כ- 653,860 מניות באוצר.



להלן גרף המראה שער נעילה של המניה בבורסה בהשוואה לתנודתיות במדד תל אביב 100 בחמש השנים שקדמו ליום 31.12.12 :



### 1.3 תיאור החובות הכספיים והיקף היתרות הכספיות

יתרות נכסים נזילים ויחסים פיננסיים ליום 31.12.12-

ליום 31.12.2012 (אלפי ש"ח)	
205,827	מזומנים ושווי מזומנים ונכסים פיננסיים
(131,702)	אשראי לז"ק כולל חלויות שוטפות של אג"ח
(216,449)	אשראי לז"א
--	אגרות חוב
(142,324)	חוב "נטו" - אשראי ז"ק וז"א כולל אג"ח בניכוי
1,510,317	סך המאזן
23.1%	שיעור האשראי השוטף, האג"ח ואשראי לז"א ביחס
9.4%	שיעור החוב נטו ביחס למאזן
1.53	יחס שוטף
565,839	סך ההון
37.5%	שיעור ההון ביחס למאזן

#### אגרות חוב-

אג"ח סדרה א' הונפקו באוגוסט 2007 ונרשמו למסחר בבורסה. סך הע.נ המונפק של אג"ח סדרה א' לתאריך ההנפקה הינו 250,000,000 ש"ח ע.נ.

ליום 31.12.12 נשאר 52,668,932 ע.נ אג"ח סדרה א'.

שווי ההתחייבות הרשומה בספרים ליום 31.12.12 הינה 58,740 אלפי ש"ח, ומוצג כחלות שוטפת.

שווי ההתחייבות בבורסה ליום 31.12.12 61,300 אלפי ש"ח.

**פרק שני – ניתוח נתונים היסטוריים**

**2.1 טבלת מכירות, EBIT, EBITDA לכל פעילות ו-CAPEX לכלל החברה**

פתרונות ושירותי תוכנה:

2010	2011	2012	
1,002,972	1,163,007	1,380,879	מכירות
98,407	113,109	123,003	EBITDA
87,837	97,773	103,084	EBIT

לדברי החברה הגידול בהכנסות נובע מגידול אורגני בפעילות ומצירופי עסקים.

לטענת החברה, הגידול ב-EBIT נובע מגידול בפעילות ומצירופי עסקים. השחיקה בשיעור הרווח התפעולי נובעת בעיקר משחיקה במרווחים במגזר הציבורי, וכן בהלימה עם המצב הכלכלי ואווירת אי הוודאות השוררת במשק.

שיווק והטמעת מוצרי תוכנה:

2010	2011	2012	
167,639	189,537	173,665	מכירות
18,872	18,685	16,916	EBITDA
18,827	18,564	16,788	EBIT

לדברי החברה הקיטון ברווח התפעולי נובע מקיטון בפעילות.

פתרונות אינטגרציה ומחשוב:

2010	2011	2012	
213,003	251,260	279,615	מכירות
9,639	10,937	11,581	EBITDA
8,449	10,017	10,539	EBIT

הדרכה והטמעה:

2010	2011	2012	
144,197	154,426	149,794	מכירות
11,506	16,131	18,772	EBITDA
8,755	11,364	10,000	EBIT

לדברי החברה, הקיטון ברווח התפעולי (הן בסכומו והן בשיעורו) נובע מההאטה במשק.

כלל החברה:

2010	2011	2012	
9,474	-8,360	46,813	CAPEX

החברה אינה מפרסמת נתונים כספיים נפרדים לכל פעילות בנוגע להשקעותיה, ולכן נתרכז בנתונים כלל חברתיים, החברה גרעה מעט מנכסיה ב-2010 אך Maintenance CapEx גרם לכך שה-Total CapEx נשאר עדיין חיובי. ב-2011 החברה גרעה הרבה מנכסיה כך שה-Total CapEx נהיה שלילי. בשנת 2012 ה-Grrowth CapEx חזר להיות חיובי מה שמעיד על צמיחה צפויה בפעילות החברה.

## 2.2 מאזנים תפעוליים

מאזן  
כלכלי לפני  
קיוון

באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	
2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011
(1,004)	(43,125)	(74,808)	8,389	7,108	6,950	השקעות בחברות מוחזקות	
<b>(1,004)</b>	<b>(43,125)</b>	<b>(74,808)</b>	<b>8,389</b>	<b>7,108</b>	<b>6,950</b>	<b>נכסים עודפים</b>	
			3,390	5,252	6,303	השקעות והלוואות אחרות	
(10,659)	(101,064)	(216,449)	132,232	198,433	153,655	מזומנים ושוי מזומנים	
(80,214)	(168,269)	(131,702)	125,327	50,078	52,172	נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד	
(112,468)	(57,805)	-	<b>260,949</b>	<b>253,763</b>	<b>212,130</b>	<b>נכס פיננסי</b>	
(5,348)	(2,060)	(2,466)				התחייבויות בגין הטבות לעובדים	
-	(7,340)	(6,471)	32,324	37,466	39,758	התחייבויות בגין חכירה מימונית	
<b>(208,689)</b>	<b>(336,538)</b>	<b>(357,088)</b>	<b>12,691</b>	<b>10,425</b>	<b>8,549</b>	<b>חוב פיננסי</b>	
			308,397	386,290	461,907	מיסים נדחים	
			33,747	65,739	64,845	הוצאות מראש לזמן ארוך	
<b>(520)</b>	<b>193</b>	<b>(144)</b>	<b>387,159</b>	<b>499,920</b>	<b>575,059</b>	<b>נכסים תפעוליים אחרים</b>	CAPITAL
<b>(550,626)</b>	<b>(588,236)</b>	<b>(565,695)</b>	<b>104,342</b>	<b>206,915</b>	<b>203,596</b>	<b>הון חוזר תפעולי</b>	
<b>(760,839)</b>	<b>(967,706)</b>	<b>(997,735)</b>	<b>760,839</b>	<b>967,706</b>	<b>997,735</b>	<b>סה"כ</b>	

CAPITAL

מאזן כלכלי  
לאחר קיוון

באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	באלפי ₪	
2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011
(1,004)	(43,125)	(74,808)	8,389	7,108	6,950	השקעות בחברות מוחזקות	
<b>(1,004)</b>	<b>(43,125)</b>	<b>(74,808)</b>	<b>8,389</b>	<b>7,108</b>	<b>6,950</b>	<b>נכסים עודפים</b>	
			3,390	5,252	6,303	השקעות והלוואות אחרות	
			132,232	198,433	153,655	מזומנים ושוי מזומנים	
			125,327	50,078	52,172	נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד	
			(10,659)	(101,064)	(216,449)	התחייבויות לתאגידים בנקאיים	
			(80,214)	(168,269)	(131,702)	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים	
			(112,468)	(57,805)	-	אגרות חוב	
			(5,348)	(2,060)	(2,466)	התחייבויות בגין הטבות לעובדים	
			-	(7,340)	(6,471)	התחייבויות בגין חכירה מימונית	
			<b>52,260</b>	<b>(82,775)</b>	<b>(144,958)</b>	<b>נכס פיננסי נטו</b>	
			32,324	37,466	39,758	מיסים נדחים	
			12,691	10,425	8,549	הוצאות מראש לזמן ארוך	
			308,397	386,290	461,907	מוניטין	
			33,747	65,739	64,845	רכוש קבוע	
			<b>387,159</b>	<b>499,920</b>	<b>575,059</b>	<b>נכסים תפעוליים אחרים</b>	CAPITAL
			<b>104,342</b>	<b>206,915</b>	<b>203,596</b>	<b>הון חוזר תפעולי</b>	
<b>(552,150)</b>	<b>(631,168)</b>	<b>(640,647)</b>	<b>552,150</b>	<b>631,168</b>	<b>640,647</b>	<b>סה"כ</b>	



ניתן לראות כי החברה עברה מנכס פיננסי נטו להתחייבות פיננסית נטו ולכן היא עברה ממצב ללא מינוף למצב של מינוף כלומר היא מתחילה לקחת סיכונים.  
ניתן לראות אף כי הקפיטל של החברה גדל ב-2011 בעיקר בשל גידול בהון החוזר התפעולי, וב-2012 בשל הגידול במוניטין.

### 2.3 מינוף פיננסי

2010	2011	2012	מינוף פיננסי D/E
(52,260)	82,775	144,958	D
551,146	588,043	565,839	E
-9.48%	14.08%	25.62%	D/E

גם כאן ניתן לראות כי החברה עברה ממצב ללא מינוף למצב שבו היא ממונפת בכ-25%, מראה על גידול וצמיחה של החברה תוך כדי לקיחת סיכונים מחושבים.

### 2.4 תמצית דו"ח רו"ה

רווח והפסד מטריקס אי. טי. - מאוחד:

באלפי ₪ 2010	באלפי ₪ 2011	באלפי ₪ 2012	
1,527,811	1,758,230	1,983,952	מכירות
(1,238,639)	(1,442,847)	(1,651,371)	עלות מכר
289,172	315,383	332,581	רווח גולמי
(62,736)	(69,213)	(75,703)	הוצ' מכירה ושוק
(101,959)	(108,452)	(116,467)	הוצ' הנה"כ
(609)	-	-	הוצ' אחרות
123,868	137,718	140,411	רווח מפעילות רגילה
9,678	5,917	4,271	הכנסות מימון
(22,398)	(24,801)	(26,867)	הוצ' מימון
(3,984)	(1,263)	(158)	חלק החברה בהפסדי חברות כלולות
107,164	117,571	117,657	רווח לפני מס
(24,122)	(24,136)	(26,985)	הוצ' מס
83,042	93,435	90,672	רווח נקי

### 2.5 טבלת רווחיות

2010	2011	2012	טבלת רווחיות
19%	18%	17%	רווח גולמי
9%	9%	9%	רווח תפעולי לפני פחת
8%	8%	7%	רווח תפעולי
5%	5%	5%	רווח נקי

ניתן לראות כי שיעור הרווח הגולמי הינו במגמת ירידה קלה הדבר נובע מגידול בהוצאות ללא גידול מקביל בהכנסות. ישנה גם ירידה קלה בשיעור הרווח התפעולי, בשל הגידול בפחת כתוצאה מרכישות החברה, הדבר גם מסתדר עם כך ששיעור הרווח התפעולי לפני פחת נותר ללא שינוי לאורך התקופה.

## CAPEX ותזרים חופשי מפעילות

באלפי ₪ 2010	באלפי ₪ 2011	באלפי ₪ 2012	
1,527,811	1,758,230	1,983,952	מכירות
150,263	167,974	174,632	EBITDA מתואם
(14,556)	(21,144)	(29,831)	פחת
135,707	146,830	144,801	EBITDA
(33,927)	(35,239)	(36,200)	מיסים תפעוליים
101,780	111,590	108,600	NOPLAT מתואם
			<u>התאמות:</u>
14,556	21,144	29,831	פחת
(9,474)	8,360	(46,813)	השקעות הוניות
(21,440)	(108,846)	(110,729)	השקעה במוניטין ונב"מ
7,641	(102,573)	3,319	השקעה בהון חוזר תפעולי
93,063	(70,325)	(15,792)	תזרים מזומנים חופשי מפעילות

## ROC ופירוק שלו

2010	2011	2012	
1,527,811	1,758,230	1,983,952	הכנסות
289,172	315,383	332,581	רווח גולמי
62,736	69,213	75,703	הוצ' שיווק
101,959	108,452	116,467	הוצ' הנהלה
353,724	387,159	499,920	נכסים תפעוליים אחרים ש.ק.
111,983	104,342	206,915	הון חוזר תפעולי ש.ק.
27%	28%	20%	<b>ROIC בחמישה רכיבים</b>

ניתן לראות כי ה-ROC של החברה הינו גבוה מה שמעיד על הכנסות גבוהות ללא השקעה גדולה מדי בקפיטל. לעומת זאת הירידה החדה ב-2012 עולה בקנה אחד עם כך שהחברה לא השקיעה מספיק בקפיטל ב-2011 (ואף היה לה CAPEX שלילי) ולכן היא נפגעה מכך וה-ROC שלה צנח.

## 2.8 ניתוח יחסי הון חוזר

2010	2011	2012	ימי לקוחות, ימי מלאי, ימי ספקים
465,626	528,458	588,109	לקוחות
1,527,811	1,758,230	1,983,952	מכירות
30.48%	30.06%	29.64%	לקוחות/מכירות
<b>111</b>	<b>110</b>	<b>108</b>	<b>ימי לקוחות</b>
19,879	9,361	7,899	מלאי
1,238,639	1,442,847	1,651,371	עלות המכר
1.60%	0.65%	0.48%	מלאי/עלות המכר
<b>6</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>ימי מלאי</b>
172,831	140,043	161,106	ספקים
315,994	361,220	356,519	קניות
54.69%	38.77%	45.19%	ספקים/קניות
<b>200</b>	<b>142</b>	<b>165</b>	<b>ימי ספקים</b>

ניתן לראות כי לחברה כמעט ואין ימי מלאי בגלל שהיא לא מחזיקה מלאי מכיוון שזוהי חברה אשר נותנת שירותים. בנוסף ניתן לראות כי ימי הספקים של החברה ירדו מ-2010 ל-2011 ככל הנראה בשל ההאטה בפעילות אך חזרו ועלו ב-2012. ימי הלקוחות של החברה כמעט ללא שינוי לאורך כל התקופה. ימי הלקוחות וימי הספקים של החברה הם רבים, דבר האופייני לחברה נותנת שירותים. בנוסף ניתן לראות כי ימי הספקים של החברה גדולים יותר מימי הלקוחות מה שמאפשר לחברה לקבל את התקבולים מהלקוחות לפני שהיא משלמת לספקים, זהו דבר חיובי המצביע על יכולות המיקוח היעילות של החברה. ע"פ החברה היא אינה תלויה בלקוח ספציפי מה שעוזר לה ביכולות המיקוח.

### פרק שלישי – ניתוח חמשת הכוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה

בפרק זה נערוך ניתוח על פי מודל חמשת הכוחות של פורטר: מתחרים קיימים, מידת האיום בכניסת מתחרים חדשים, יכולת המיקוח של הלקוחות, יכולת המיקוח של הספקים ומידת האיום בתחליפים. נדון בסיכוני החברה והסביבה העסקית בה היא פועלת ובהזדמנויות העסקיות העומדות בפניה.

#### **3.1 מתחרים קיימים:**

בתחום פתרונות ושירותי תוכנה - קיימים גופים רבים המספקים פתרונות ושירותי תוכנה. למיטב ידיעת החברה, המתחרים המובילים בתחום זה הינם: נס, טלדור, מלס-טים, וואן, IBM, HP Israel, Israel, אמן, אלעד, יעל, SQLink, לוגאון, HMS, אופיסופט ועוד.

בתחום שיווק ותמיכה במוצרי תוכנה - לחברה תחרות עם גורמים שונים הפועלים בתחום מוצרי התוכנה בקשר לכל אחד מקווי המוצרים המשווקים על-ידיה. במרבית המקרים מתחרה החברה בחברות ישראליות המשווקות תוכנות מתחרות המיוצרות על-ידי יצרני תוכנה בחו"ל או בסניפים מקומיים של יצרני תוכנה מחו"ל. במיעוט המקרים, מתחרה החברה בחברות ישראליות אשר פיתחו מוצרי תוכנה מתחרים. המתחרים המובילים בתחום זה הינם בין היתר: נס טכנולוגיות, מלס-טים, וואן, טלדור, Microsoft, IBM, HP, Oracle, CA, חילן טק, אדוונטק, אמן, לוג-און, יעל ועוד. המספר הרב של מתחרים בתחום פעילות זה נובע מכך שלכל קו מוצרים מתחרים שונים ונוספים.

#### **3.2 מידת האיום בכניסת מתחרים חדשים:**

קיימת תחרות גדולה בחלק מתחומי הפעילות של החברה, כמו גם חסמי כניסה נמוכים בתחומים מסוימים, אלו עלולים לגרום לשחיקה ברווחי החברה. בשנים האחרונות קיימת מגמה של תחרות מוגברת בתחומי הפעילות של החברה. יתר על כן, אחת ההשלכות של אי הודאות הכלכלית במדינה בכלל וההשלכות על מגזר ה-IT בפרט, צפויה להיות החרפת התחרות ומלחמות מחירים במגזר זה.

זכויות החברה הקנייניות במערכות אותן פיתחה (זכויות יוצרים בלבד) אינן רשומות, והן מוגנות בהתאם לדין הכללי, לרבות בהתאם לחקיקה המסדירה הגנה על סודות מסחריים, זכויות יוצרים וסימני מסחר, וכן באמצעות הסכמי סודיות. החברה מוכרת ללקוחותיה רישיונות שימוש במערכות אלה. הזכויות הקנייניות בפתרונות התוכנה אותם מפתחת החברה עבור לקוח ספציפי, מוקנות בדרך כלל לאותו לקוח (להבדיל מהזכויות הקנייניות במוצרי תוכנה, אותם משווקת החברה ללקוחותיה ואשר עליהם מבוססים חלק מפתרונות התוכנה, השייכות ליצרני אותם מוצרי תוכנה). לאור האמור לעיל, אין וודאות שיש די בכך כדי למנוע מצד שלישי לפתח את אותם פתרונות התוכנה אותם מציעה החברה ללקוחותיה. יחד עם זאת, להערכת החברה, אין לה חשיפה מהותית בשל כך.

בתחום פתרונות ושירותי תוכנה - מרבית פתרונות ושירותי התוכנה אותם מספקת החברה אינם מאופיינים בהתמחות ייחודית ולכן כניסת מתחרים פוטנציאליים לתחום זה קלה באופן יחסי.

### 3.3 יכולת המיקוח של לקוחות:

האווירה בשוק ה-IT זהירה ומבטאת חשש הלקוחות מפני התפתחויות שליליות בזירה העסקית, חששות אלה מובילים לקוחות גדולים של החברה לנקיטת צעדי התייעלות וקיצוצים, ובכלל זה הקטנת מצבות עובדים, גיוס עובדי החברה, הפחתות תעריפים וקיצוצים אחרים, כהיערכות להחמרה במצב הכלכלי ו/או כהתמודדות עם פגיעה בעסקי אותם לקוחות בעקבות מהלכי רגולציה.

בתחום פתרונות ושירותי תוכנה – פעילות החברה בתחום זה ממוקדת בחברות וארגונים, בינוניים וגדולים, הפועלים בענפי המשק השונים: בנקים ומוסדות פיננסיים, חברות ביטוח, חברות אשראי, חברות טלקומוניקציה, מפעלי תעשייה, רשתות שיווק והפצה, משרדי הממשלה, צה"ל וכיוצא בזה. בשנת 2012 עמד מספר לקוחות הקבוצה בתחום פתרונות ושירותי התוכנה על כ- 550. כ- 60% מלקוחות תחום הפעילות הינם לקוחות של החברה מעל 10 שנים וכ- 25% מלקוחות תחום הפעילות הינם לקוחות החברה בין 5 ל- 10 שנים.

בתחום שיווק ותמיכה במוצרי תוכנה - פעילות החברה בתחום זה ממוקדת בחברות וארגונים, בינוניים וגדולים, הפועלים במגוון רחב של ענפי משק שונים: בנקים ומוסדות פיננסיים, חברות ביטוח, חברות אשראי, חברות טלקומוניקציה, חברות היי-טק, מפעלי תעשייה, רשתות שיווק והפצה, משרדי הממשלה, צה"ל וכיוצא בזה. בנוסף, החברה מוכרת לעתים את מוצרי התוכנה באמצעות שותפים עסקיים המספקים פתרונות תוכנה אשר מבוססים בחלקם על מוצרי התוכנה המשוקים על-ידיה. בשנת 2012 עמד מספר לקוחות הקבוצה בתחום זה על כ- 380.

בתחום פתרונות אינטגרציה ותשתיות מחשוב - החברה מספקת את הפתרונות, השירותים והמוצרים למגוון רחב של לקוחות בענפי המשק השונים. מרבית לקוחותיה בתחום פעילות זה הינם חברות בינוניות וגדולות הפועלות בתחומי התעשייה, ההיי-טק, הפיננסיים, מוסדות ציבור וממשלה וכן מוסדות חינוך. בשנת 2012 עמד מספר לקוחות הקבוצה בתחום זה על כ- 2,000.

בתחום הדרכה והטמעה – מרבית התקשרויות החברה עם גופים מוסדיים ועסקיים בתחום פעילות זה מוסדרות בהזמנות אותן מגיש הלקוח, בעקבות הצעת מחיר. בשנת 2012 עמד מספר הלקוחות העסקיים של הקבוצה בתחום זה על כ- 2,000 ומספר הלקוחות הפרטיים על כ- 10,000.

לתחומי הפעילות השונים אין תלות בלקוח כלשהו או במספר מצומצם של לקוחות. יחד עם זאת, אם תיפסק התקשרות החברה בו-זמנית עם חלק מלקוחותיה הגדולים (ובפרט בסקטור הבנקאות והפיננסיים) או אם ישתנו לרעה באופן מהותי תנאי ההתקשרות עם לקוחות אלו, עלולות תוצאות פעילותה של החברה להיפגע כתוצאה מכך.

### **3.4 יכולת המיקוח של הספקים:**

בתחום שיווק ותמיכה במוצרי תוכנה חלק ניכר מהפעילות מבוסס על כ- 4 ספקים (יצרני תוכנה) גדולים, בתחום פתרונות אינטגרציה ותשתיות מחשוב חלק ניכר מהפעילות מבוסס על כ- 6 ספקים. לחברה אין תלות בספק כלשהו. יחד עם זאת, אם תיפסק התקשרות החברה בו-זמנית עם חלק מספקיה או אם ישתנו באופן מהותי תנאי ההתקשרות עם ספקים אלו, עלולות תוצאות פעילותה של החברה להיפגע כתוצאה מכך. כמו כן, פגיעה במעמד היחסי של יצרני תוכנה מחו"ל אשר את מוצריהם משווקת החברה בישראל, ביחס למתחרים אשר מוצריהם משווקים בישראל ו/או רכישתם על-ידי מתחרה ו/או הפסקת פעילותם, עלולים לפגוע בתוצאות פעילותה של החברה. מינוי מפיצים נוספים בישראל על ידי אחד או יותר מספקי התוכנה האמורים עלולה לפגוע בתוצאות פעילותה של החברה.

### **3.5 מידת האיום בתחליפים:**

כפי שהוזכר לעיל לחברה ישנם מתחרים רבים המספקים פתרונות תוכנה, שירותי תוכנה, תשתיות מחשוב ועוד, כל אלו מהווים איום על מוצרי החברה ושירותיה וזו צריכה להסתמך על גודלה, חוזקה ולקוחותיה הנאמנים על מנת לשמר את חלקה בשוק.

### **סיכום:**

סיכוני החברה והסיבה העסקית בה היא פועלת ברורים מהניתוח לעיל, מחד, לחברה מתחרים רבים, רצון של לקוחות להתייעלות, התפתחויות טכנולוגיות מהירות ושינויים בתחום ה-IT ותלות בספקים, דבר היכול להצביע על הסיבה לירידה ב-ROC בשנה האחרונה. מאידך, לקוחות רבים נשארים נאמנים לגודלה של החברה, למצוינות השירות שהיא מעניקה, דבר היכול להצביע על ה-ROC הגבוה שהחברה משיגה. בנוסף, ישנם ספקים רבים בתחום, יכולת התפתחות בחו"ל, יכולת לשיפור מוצרים ושירותים קיימים, ועוד, ולכן אנו צופים כי החברה תשמור על ROC גבוה גם בעתיד. בסה"כ שקלול הכוחות מביא אותנו לרוחב חפיר "בינוני".

## פרק 4 – הערכת השווי

### 4.1 טבלת DCF

						שנה מייצגת	<u>טבלת DCF</u>
תחזית באלפי ש"ח 2012	תחזית באלפי ש"ח 2013	תחזית באלפי ש"ח 2014	תחזית באלפי ש"ח 2015	תחזית באלפי ש"ח 2016	תחזית באלפי ש"ח 2017		
	3%	3%	3%	3%	3%		צמיחה חזויה
1,983,952	2,043,471	2,104,775	2,167,918	2,232,955	2,299,944	2,299,944	מכירות
144,801	163,478	168,382	173,433	178,636	183,996	190,895	EBITA
(36,200)	(43,322)	(44,621)	(45,960)	(47,339)	(48,759)	(50,587)	מיסים תפעוליים
108,600	120,156	123,761	127,474	131,298	135,237	140,308	NOPLAT מתואם
התאמות:							
	20,435	21,048	21,679	22,330	22,999	-	השקעות הניות נטו 1% מהמכירות
	-2,262	-2,330	-2,399	-2,471	-2,546	-	השקעה בהון החוזר -0.038% מהגידול במכירות
	101,983	105,043	108,194	111,440	114,783	140,308	FCFF
	91,765	85,048	78,823	73,054	67,706	1,017,405	11.13% מקדם ההיוון
982,251	961,816	940,769	919,089	896,760	873,760		קפיטל
	12.23%	12.87%	13.55%	14.29%	15.08%	15.00%	ROC
				1,413,801	שווי הפעילות של החברה באלפי ש"ח		

כמות השנים ב DCF :

על פי ניתוח החפיר, רוחב החפיר צר יחסית ולכן פוטנציאל הצמיחה של החברה הוא בינוני, ועל-כן בחרנו להציג את טבלת ה- DCF על פני 5 שנים.

### 4.2 בחירת שיעור הצמיחה

לבחירת שיעור הצמיחה בדקנו נתונים שקשורים לחברות מחשוב בישראל, אנו רואים שהתפתחות הטכנולוגיה מהירה מאוד ודורשת מהחברות כל הזמן להיות המובילים והמעודכנים, הן בצידוד והן בתוכנות כדי להתאים עצמם הן ללקוחות והן לדרישות השוק, מגמה זאת יוצרת גידול בביקושים של מוצרי המחשוב והתוכנה בארץ.

לשם בדיקת שיעור הצמיחה ריכזנו נתונים של היקף שוק המחשוב בישראל ובדיקת שיעורי הצמיחה השנתיים.

שיעור הגידול באחוזים	היקף שוק במיליוני ש"ח	שנה
18.01%	4,160	2006
15.43%	4,802	2007
ירידה של 1.19% בעקבות המיתון	4,745	2008
ירידה של 4.11% בעקבות המיתון	4,550	2009
16.20%	5,287	2010
11.92%	5,917	2011
2.92%	6,090	2012
תחזית של ירידה של 3%	5,907	2013

הכנסות החברה גדלו בשנת 2012 לעומת שנת 2011 בכ-19% כאשר הגידול העיקרי הנו בשל רכישה של חברות, ללא רכישה של חברות, הצמיחה הפנימית של החברה הייתה 4%.

בחרנו בתחזית של עליה של 3% עקב המיתון בעולם ותחזית שמרנית בשל כך שהאירועים שקרו בשנים 2008 ו-2009 עלולים לחזור על עצמם. זוהי גם הבחירה שלנו לשיעור הצמיחה היציבה.

#### 4.3 בחירת שיעור רווחיות תפעולי

לצורך ביצוע תחזית של הצמיחה התבססנו על נתוני העבר של החברה ובדיקת השפעת מצב המשק על שיעור הרווח התפעולי, במהלך השנים האחרונות אחוז הרווח התפעולי שעליו שומרת החברה הוא 8% בממוצע ניתן לראות זאת בטבלה הבאה באלפי ש"ח:

2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
1,983.95	1,758.23	1,527.81	1,449.17	1,427.68	1,289.54	1,176.55	מכירות
140.41	137.72	130.67	118.02	109.23	103.71	85.36	רווח תפעולי
7%	8%	9%	8%	8%	8%	7%	אחוז רווח תפעולי

אנו רואים שגם בשנים שהיה מיתון עדיין החברה שמרה על אותו אחוז רווח תפעולי מהמכירות ולכן אנו מניחים שהחברה תמשיך לשמור על היחס הזה במשך השנים.

#### 4.4 בחירת שיעורי המס

לצורך בחירת שיעור המס התבססנו על פקודת מס הכנסה ובנתונים המפורסמים ברשות המיסים, יש לציין שעל החברה לא חלים שיעורי מס מופחתים כלשהם.

לפי הנתונים החזויים שיעור מס החברות יעלה בשנת 2014 מ-25% ל-26.5% אנו מניחים ששיעור מס החברות יישאר על 26.5%.



#### 4.5 תחזית CAPEX

2012	2011	2010	שנה
16,982	(29,504)	(5,082)	השקעה ברכוש קבוע נטו שנתי
1%	-2%	-0.35%	השקעה מתוך מכירות שנה קודמת
57%	-140%	-35%	אחוז השקעה מתוך הפחת

לגבי תחזית ה- CAPEX של החברה הנחנו שהחברה תשמור על שיעור השקעה של 1% לאורך כל תקופת התחזית הפרטנית.

#### 4.6 תחזית השקעה בהון חוזר תפעולי

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
1,983,950	1,758,230	1,527,810	1,449,170	1,427,680	1,289,540	מכירות
225,720	230,420	78,640	21,490	138,140	112,990	שינוי בהכנסות
309	297	303	367	446	556	הון חוזר
12	(6)	(64)	(79)	(110)	338	שינוי בהון החוזר
0.01%	0.00%	-0.08%	-0.37%	-0.08%	0.30%	שינוי בהון החוזר חלקי השינוי במכירות
			-0.038%	ממוצע השינוי		

ניתחנו את ההון החוזר התפעולי של החברה במהלך השנים 2007-2012 כדי למצוא תחזית מסוימת. ממוצע השינוי בהון החוזר חלקי השינוי במכירות הוא **-0.038%**. אנחנו רואים מגמה של קיטון בהון החוזר, שזה נובע ממתן אשראי זהה ללקוחות החברה לאורך התקופה וקיצור ימי האשראי שנותנים הספקים לחברה.

#### 4.7 ROC משתמע וROC בתקופה היציבה

ה-ROC בתקופת ה-0 הוא כ-12%, ואילו ה-ROC המשתמע לאורך התקופה עולה בהדרגה עד ה-ROC של 15.08% בשנה שלפני השנה הטרמינלית, הגידול נובע מתחזית עלייה בהכנסות עם ירידה קלה בקפיטל. ההנחה היא שהחברה תצליח לשמור על ROC של 15% בטווח הארוך בשל היציבות של החברה בשוק שבו היא נמצאת.

#### 4.8 מציאת WACC

ראה הסבר בהמשך	1.1	ריכוז תחשיב מחיר ההון
תשואת שחר ממשלתי שקלי ארוך	4.16%	ביטא
פרמיית הסיכון של השוק	6.00%	Rf
	<b>10.76%</b>	Rm-Rf
פרמיה לגודל	2.80%	מחיר הון עצמי
	<b>13.56%</b>	פרמיית סיכון ספציפית
		מחיר הון עצמי כולל
אג"ח ממשלתי ל-10 שנים +1.1% תוספת סיכון של מטריקס	5.25%	מחיר הון זר
	26.50%	שיעור מס
	<b>3.86%</b>	מחיר הון זר כולל
	25.00%	יחס חוב/סה"כ
	75.00%	יחס הון/סה"כ
	11.13%	WACC

מציאת הביטא :

לחברות הסחירות בענף המחשבים בישראל ישנה ביטא נמוכה משמעותית מ-1 ולהערכתנו הדבר איננו משקף את הסיכון הענפי ועל כן פנינו לפרופ' Damodaran שהואיל בטובו להעביר לנו את הנתונים על ביטאות מענפים גלובליים. לענף ה- Computer Services הביטא הלא ממונפת היא 0.88 ולכן הביטא הממונפת של החברה 1.11.

ע"פ מודל ה-CAPM מחיר ההון העצמי הוא 10.76%, לכך הוספנו פרמיית סיכון בשל גודל החברה בסך של 2.8% ולכן מחיר ההון העצמי הכולל הוא : 13.56%.

#### ניתוח רגישות של שווי הפעילות

12.00%	11.50%	11.13%	11.00%	10.50%	10.00%	wacc/g
1,183,904	1,249,721	1,303,127	1,322,947	1,404,894	1,497,201	2.00%
1,225,807	1,297,332	1,355,658	1,377,369	1,467,517	1,569,801	2.50%
1,272,365	1,350,545	1,413,801	1,438,594	1,538,489	1,652,773	3.00%
1,324,401	1,410,409	1,481,374	1,507,982	1,619,601	1,748,510	3.50%
1,382,941	1,478,256	1,557,456	1,587,283	1,713,191	1,860,202	4.00%

#### 4.9 שווי כלכלי ראוי להון העצמי

באלפי ₪	שווי פעילות תפעולית של החברה
1,413,801	נכסים (התחייבויות) עודפים
(67,858)	שווי חוב
(144,958)	הפחתת זכויות מיעוט
(144)	
<b>1,200,841</b>	<b>שווי חברה</b>

ניתוח רגישות לשווי הכלכלי הראוי להון העצמי

12.00%	11.50%	11.13%	11.00%	10.50%	10.00%	wacc/g
970,944	1,036,761	1,090,167	1,109,987	1,191,934	1,284,241	2.00%
1,012,847	1,084,372	1,142,698	1,164,409	1,254,557	1,356,841	2.50%
1,059,405	1,137,585	1,200,841	1,225,634	1,325,529	1,439,813	3.00%
1,111,441	1,197,449	1,268,414	1,295,022	1,406,641	1,535,550	3.50%
1,169,981	1,265,296	1,344,496	1,374,323	1,500,231	1,647,242	4.00%

4.10 שווי ראוי למניה אחת מונפקת

באלפי ש"ח	שווי פעילות תפעולית של החברה
1,413,801	נכסים (התחייבויות) עודפים
(67,858)	שווי חוב
(144,958)	הפחתת זכויות מיעוט
(144)	
<hr/>	
<b>1,200,841</b>	<b>שווי חברה</b>
59,995	הון מניות נפרע
20.02	מחיר מניה
16.1	מחיר מניה בשוק

הפער בין מחיר המניה בשוק לבין השווי הראוי שלה מראה על כך כי ע"פ הערכת השווי כדאי לבצע פוזיציות Long על מחיר המניה, נראה כי מקור הפער נובע מתמחור לא נכון של המניה.



### **5.3 השוואת הערכת השווי על פי מכפילים לעומת הערכה עפ"י DCF ושווי השוק בפועל:**

התוצאה הקרובה ביותר בין שיטת המכפילים ל- DCF הינה עפ"י מכפיל ה- EBITDA. על פי נתון זה ניתן להניח כי ישנם מרכיבים רבים הזוהים בין החברות.

התוצאה הקרובה ביותר בין שיטת המכפילים לשווי בפועל הינה על פי מכפיל הרווח הנקי, תוצאה זו אינה מפתיעה שכן התאמות למכפיל הרווח הנקי יביאו לתוצאה מכפיל שקרובה דיה למכפיל של מטריקס.

קיים קושי לנתח את ההבדלים בין התוצאות בשל העובדה שבביצוע הערכת שווי באמצעות מכפילים השתמשנו בנתוני חברה אחת בלבד כמייצגים את כלל נתוני הענף.