

**קורס בהערכת שווי חברות  
האוניברסיטה העברית- ירושלים**

**הערכת שווי חברת ספקטרוניקס בע"מ**



## תמצית מנהלים:

- זוהי תמצית מנהלים של ניתוח דוחותיה הכספיים והערכת השווי של חברת ספקטרוניקס בע"מ. העבודה נערכה במסגרת הקורס הערכות שווי חברות באוניברסיטה העברית 2013.
- החברה עוסקת בגילוי אופטי של אש, ריכוזי גזים מסוכנים ומערכות צבאיות לגילוי ולשיכוך התפוצצויות.
- החברה פועלת בשני תחומי פעילות עיקריים המדווחים כמגזרים עסקיים: א. התחום האזרחי - הקבוצה מפתחת, מייצרת ומשווקת סדרות גלאי אש וגז אופטיים, אותם מוכרת לתעשיות הכימיה והפטרוכימיה, בתי זיקוק, חברות דלק, קידוחי נפט ואתרים אחרים עתירי סיכון. ב. התחום הצבאי - הקבוצה מפתחת, מייצרת ומשווקת מערכות אוטומטיות לגילוי וכיבוי אש ולשיכוך התפוצצויות ברכב קרבי משוריין, ברכבים קלים וטקטיים ובספינות מלחמה.
- בפני החברה עומדים אתגרים כגון חסמי כניסה הנובעים משמרנות הענף, דרישות לאמינות ואיכות המוצרים וכן דרישות מחמירות לעמידה בתקנים. הדבר מקשה על החברה להיכנס לשווקים חדשים, בעיקר בתחום הצבאי.
- החברה שומרת על יחס מינוף מאוד נמוך.
- בשנים 2007-2010 החברה ביצעה מספר פרויקטים גדולים ודחופים עבור הצבא האמריקאי בעיראק ובאפגניסטן שהגדילו את הכנסות החברה בתחום הצבאי עד שנת 2010 והיוו חלק מהותי מהכנסות החברה. אולם עקב סיום פרויקטים אלו, הכנסות החברה ירדו ועל כן בחלקים נרחבים בעבודה היה צורך לנטל השפעת מכירות אלו על מנת להגיע למכירות המשקפות נכונה את המכירות.
- במסגרת העבודה סקרנו את הדוחות הכספיים של החברה בשנים האחרונות, ניתחנו נתונים היסטוריים כגון: מכירות, שיעורי רווחיות, השקעה בהון חוזר, ROC, ו-Capex.
- ביצענו ניתוח של הנתונים תוך התבססות על נתוני העבר והשלכה שמרנית על התחזית העתידית. כמו כן, בחנו השוואה לחברה אחרת בענף, בחנו את היתרון התחרותי של החברה על פני התחזיות האחרות בשוק (ניתוח החפיר), ובשילוב עם הצהרות החברה בדוחות הכספיים, ביצענו הערכת שווי בשיטת ה-DCF. בעקבות הממצאים גיבשנו את מסקנותינו לגבי שוויה הראוי של החברה.
- התקבל פער נמוך יחסית (6%) בין הערכת השווי שביצענו ע"פ שיטת ה-DCF לבין המארקט קאפ של החברה.
- סקרנו את נתונייה של חברת השוואה על מנת לערוך השוואה בין תוצאות שתי החברות. מדובר בחברה אמריקאית בשם Detector Electronics Corporation המחזיקה כ- 50% משוק גלאי הגז והאש. חברה זו הינה חלק מקבוצת Kidde Int. שבבעלות הקונצרן האמריקאי United Technologies. יש לציין כי היקף הפעילות של הקונצרן, השווקים בהם הוא פועל והמדיניות החשבונאית שלו שונים משל חברתנו. למרות זאת, בשל המגבלות הקיימות בשוק, השתמשנו בנתוני הקונצרן. כמו כן, השתמשנו בחברת ההשוואה בכדי לבצע הערכת שווי באמצעות מכפילים. את המכפילים של חברת ההשוואה תיאמנו לחברת ספקטרוניקס על פי מספר קריטריונים כגון: מינוף, שיעור צמיחה, מחיר ההון וההשקעה ב-Capex.
- מתוצאות הערכת השווי התקבל כי שיטת המכפילים סיפקה תוצאות נמוכות משיטת ה-DCF. המכפיל שסיפק את התוצאה הקרובה ביותר לתוצאות ה-DCF הינו מכפיל ה-EBITDA, ולכן הוא המכפיל הראוי ביותר. הסיבה לפערים בין תוצאות הערכות השווי בשיטות השונות הינה כי שיטת המכפילים עושה שימוש בתמחור השוק, המושפע משמעותית מפערי מידע, אי וודאות, הבדלים בגודל ובאופי פעילות החברות וכו'. בענפים בהם קיימות מספר חברות בעלות מאפיינים משותפים, ניתן ליצור קבוצת השוואה אשר תהווה בסיס מהימן לבחינה אפקטיבית של החברה ע"י שיטת המכפילים. אולם לצערנו, לאור הקושי במציאת קבוצת השוואה, התבססנו על חברת השוואה יחידה, דבר שגרם להפרשים בתוצאות.

## תוכן עניינים:

1. פרק ראשון- פרופיל החברה.....	עמוד 5
1.1 תיאור הפעילות העסקית.....	עמוד 5
1.2 תיאור מבנה הבעלות ונתוני שוק.....	עמוד 6
2. פרק שני- ניתוח נתונים היסטוריים.....	עמוד 7
2.1 מגמות בולטות.....	עמוד 7
2.2 תמצית מאזן תפעולי.....	עמוד 8
2.3 מינוף פיננסי נטו.....	עמוד 9
2.4 דוח רווח והפסד.....	עמוד 9
2.5 טבלת רווחיות.....	עמוד 10
2.6 ניתוח Capex.....	עמוד 10
2.7 חישוב תזרים חופשי מפעילות.....	עמוד 11
2.8 חישוב ROC ופירוק לחמישה גורמים.....	עמוד 11
2.9 טבלת מורנינגסטאר.....	עמוד 12
2.10 ניתוח יחסי הון חוזר.....	עמוד 12
3. פרק שלישי- ניתוח 5 הכוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה.....	עמוד 14
3.1 חמשת הכוחות של פורטר.....	עמוד 14
3.2 רוחב החפיר.....	עמוד 15
4. פרק רביעי- הערכת שווי בשיטת DCF.....	עמוד 16
4.1 טבלת DCF.....	עמוד 16
4.2 בחירת שיעור רווחיות תפעולית.....	עמוד 16
4.3 ניתוח מכירות ושיעור צמיחה.....	עמוד 17
4.4 תחזית CAPEX.....	עמוד 17
4.5 בחירת שיעור המס.....	עמוד 18
4.6 תחזית הון חוזר.....	עמוד 18
4.7 מציאת WACC.....	עמוד 18
4.8 בחירת RR ו-ROC שנה טרמינלית.....	עמוד 20
4.9 שווי כלכלי ראוי להון העצמי.....	עמוד 20
4.10 שווי ראוי למניה אחת מונפקת.....	עמוד 20

עמוד 20	..... 4.11 טבלת רגישות WACC
עמוד 22	..... 5. פרק חמישי- הערכת שווי בשיטת המכפילים
עמוד 22	..... 5.1 חישוב המכפילים לפי חברת United Technologies
עמוד 22	..... 5.2 פנדמנטלס
עמוד 23	..... 5.3 תוצאות הערכת השווי
עמוד 23	..... 5.4 השוואת שווי החברה בשיטת המכפילים לשווי לפי שיטת ה-DCF
עמוד 24	..... נספחים

## 1. פרק ראשון - פרופיל החברה:

### 1.1 תיאור הפעילות העסקית:

כללי: חברת ספקטרוניקס בע"מ (להלן: החברה) והחברות הבנות שלה בארץ ובחו"ל, נמנית עם החברות המובילות והמתקדמות בעולם בתחום גילוי אופטי של אש, ריכוזי גזים מסוכנים ומערכות צבאיות לגילוי ולשיכוך התפוצצויות. החברה התאגדה בשנת 1967 כחברה פרטית בישראל ובשנת 1982 החברה הפכה לחברה ציבורית. האזורים הגיאוגרפיים בהם פועלת הקבוצה כוללים את: ארה"ב, דרום ומרכז אמריקה, אירופה, מזרח אסיה וישראל. פעילות הקבוצה מתבצעת בישראל באמצעות החברה וחברות הבנות שלה, ובעיקר מחוץ לישראל (החברה מייצאת מעל ל-95% מתוצרתה) באמצעות חברת בת אמריקאית.

תחומי פעילות: החברה פועלת בשני תחומי פעילות עיקריים המדווחים כמגזרים עסקיים: **1. התחום האזרחי:** החברה מפתחת, מייצרת ומשווקת סדרות גלאי אש וגז אופטיים לתעשיות הכימיה והפטרוכימיה, בתי זיקוק, חברות דלק, קידוחי נפט ואתרים אחרים עתירי סיכון. פעילות המחקר, הפיתוח והייצור של החברה בתחום זה מתבצעת בישראל, ורוב המכירות הינן לחו"ל. החברה הינה חברה מובילה בתחומה עקב הצלחה במחקר ופיתוח וכן החדרת מודלים ומוצרים לשוק. יתרונות החברה בתחום זה: מוצרים איכותיים בעלי רמת ביצועים ותמיכה טכנית גבוהות, מערכי ייצור ושיווק גמישים ויעילים. מוצרי החברה נושאים את אישור דרישות התקן הישראלי והתקן הבינ"ל ISO-9001 ואישורי התקינה הנדרשים בארה"ב-FM ובמערב אירופה-ATEX. כמו כן, לחברה אישורי תקינה ספציפיים נוספים כדוגמת SIL-2 (תקן דרישות אמינות לגלאי אש וגז). **2. התחום הצבאי:** החברה מפתחת, מייצרת ומשווקת מערכות אוטומטיות לגילוי וכיבוי אש ולשיכוך התפוצצויות ברכב קרבי משוריין, ברכבים קלים וטקטיים ובספינות מלחמה. אחד מלקוחותיה של החברה הינו צה"ל. העבודה בתחום זה היא מול חברות גדולות, השוק דורש עמידה במפרטים צבאיים נוקשים, הוכחת ביצועים ומבחני אמינות. בתחילת דרכה תחום הפעילות של החברה היה בתחום הצבאי ובשנת 1992 החלה החברה לעסוק בתחום פעילות נוסף, התחום האזרחי. קיימת סינרגיה בין שני תחומי הפעילות, בעיקר בנושאים הטכנולוגיים וקווי הייצור. המכירות לשוק האזרחי בשנת 2012 היוו כ-70% מסך מכירות החברה, בעוד המכירות בשוק הצבאי הסתכמו בשנה זו בכ-30% מהמכירות.

תיאור הסביבה הכללית: החברה מושפעת מגורמים שונים, נפרט את העיקריים שבהם: (א) המשבר הכלכלי העולמי, שגרם להאטה בצמיחה ולהחרפת משבר האשראי- השפעה אפשרית על מכירות החברה בעתיד. (ב) סיום פרויקטים גדולים עבור הצבא האמריקאי במקביל לקיצוץ בתקציבי הביטחון, דבר שגורם לקיטון בפעילות החברה, בייחוד בתחום הפעילות הצבאי. (ג) מכירות לשוק הדלק והגז, היקף המכירות מושפע משינויים במחירי הנפט שיגרמו לירידות/ עליות בהשקעות בפרויקטים חדשים בהם ישנו שימוש במוצרי החברה. (ד) שינויים במט"ח- רובם המוחלט של הכנסות החברה וכמחצית מחומרי הגלם שלה דולריים. ואילו הפעילות בישראל נעשית בשקלים, לכן תנודות בשער הדולר עלולות להשפיע על החברה, בייחוד לאור העובדה שלחברה אין מדיניות קבועה של הגנה בפני תנודות אלו. (ה) רגולציה: השינויים בחוקים ובדרישות הרגולטוריות בארץ ובחו"ל מגדילים את עלויות החברה, את מספר הבקורות שצריכה לבצע וכתוצאה יעילות התפעול שלה יורדת. (ו) שיקולים פוליטיים. (ז) בטיחות ואיכות הסביבה החשובים ללקוחות רבים של החברה.

חסמי כניסה ומתחרים: **בתחום האזרחי:** חסמי הכניסה העיקריים נובעים משמרנות הענף והדרישות לאמינות ואיכות המוצרים. מחסומי הכניסה כוללים בעיקר: ידע ותשתית טכנולוגית ועמידה בתקנים בינלאומיים מחמירים. יתרונות שקיימים לחברה הינם יכולות וידע וכן פטנטים רשומים, כמו גם וותק, מוניטין ואמינות של מוצרי החברה.

לחברה ישנם כ-8 מתחרים עיקריים, בעלי היקף פעילות משמעותי בשווקים בהם פועלת הקבוצה בחו"ל. כדוגמת: Thorn, Detronix. כאשר קיימים מספר מוצרים מתחרים חלקם בעלי רמת ביצועים שווה ואף עולה על מוצרי החברה. **בתחום הצבאי**: ישנה דרישה לעמידה בתקנים צבאיים שמרניים. הבחינות והאישורים הצבאיים הינם ארוכים, קשים ויקרים. בנוסף, בכל צבא קיימים שיקולים לוגיסטיים שיש להתחשב בהם. השוק הצבאי הינו שוק למערכות ייחודיות וקיימים בו מספר קטן של משתתפים, בכל מדינה קיים ספק אחד, הדבר מקל על החברה לשמור על לקוחות קיימים אולם מקשה עליה להיכנס לשווקים חדשים. שלושה מתחרים עיקריים של החברה הינם: MEGGIT, FIRE TRACE, KIDDE.

**מצבת העובדים**: מצבת העובדים נכון לתאריך פרסום הדוחות הכספיים: **187 עובדים (מצ"ב כנספח)**. כמעט ולא היה שינוי במצבת העובדים של החברה בשנת 2012.

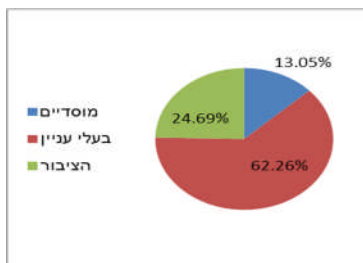
**לקוחות: בתחום האזרחי**: הקבוצה קשורה בהסכמי הפצה עם מפיצים, חברות התקנה, קבלנים ויועצים שמפיצים את מוצריה ונותנים שירות ללקוחות הסופיים. לקוחותיה העיקריים של החברה בתחום זה הינם חברות יצרניות, חברות מסחריות וחברות שירותים, כדוגמת: TYCO, SHELL, EXXON וכו'. לרוב קשרי הסחר של החברה עם הלקוחות נמשכים תקופה ארוכה. **בתחום הצבאי**: עם לקוחותיה העיקריים של החברה בתחום הצבאי נמנים חברת AMEREX, וחברות יצרניות גדולות של רק"מ ומשרדי ביטחון וצבאות של מדינות בעולם, ובכללם משרד הביטחון וצה"ל המהווים את הלקוח הוותיק ביותר של החברה.

### 1.2 מבנה הבעלות ונתוני שוק:

לחברה ישנן מספר יתרות של **חובות כספיים** הכוללות התחייבות שוטפות לתאגידים בנקאיים בסך של כ-86 אש"ח. והתחייבויות בגין הסכם ניהול עם חברה בעלת עניין (מדובר בחברה שהינה שבשליטתו של מנכ"ל החברה ובעש"ט בה יחיאל ספקטור) בסך 2,841 אש"ח. לחברה מספר **נכסים עודפים** אולם סכומם אינו מהותי (ראה מאזן תפעולי בפרק הבא). לחברה גם מספר חברות בנות אולם הן אינן נכסים עודפים מכיוון שהן מהוות חלק מפעילות החברה ומאוחדות בדוחותיה הכספיים.

**מבנה בעלות החברה** הינו: (ראה פירוט הטבלה וכן תרשים בנספחים).

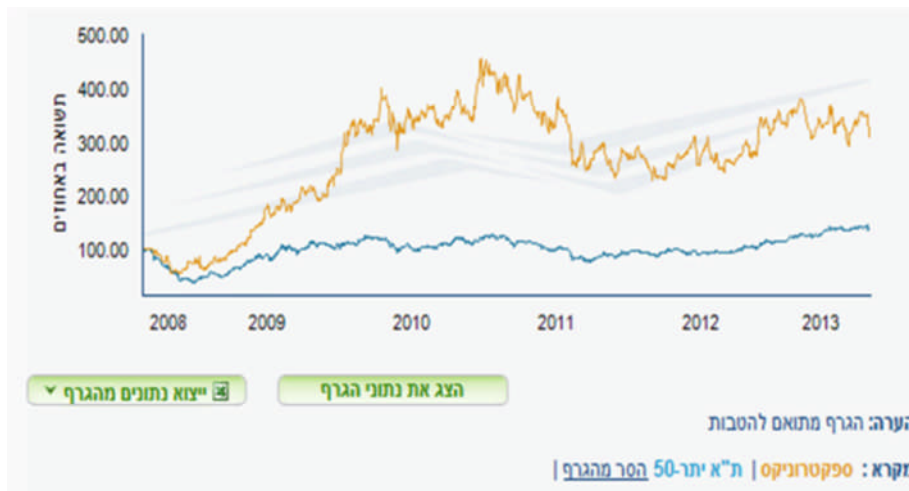
סכ"ח מוסדיים: 13.05, סכ"ח בעלי עניין: 62.26, הציבור: 24.69.



**סחירות המניה**: החברה הונפקה בישראל בבורסה בשנת 1982.

נכון ליום 29/8/2013: **Market Cap**: 256,384 אלפי ש"ח,

**נפח מסחר (אלפי ש"ח)**: 2912.1. להלן גרף המניה בחמש השנים האחרונות מול מדד יתר-50 שהחברה כלולה בו:



## 2. פרק שני- ניתוח נתונים היסטוריים:

### 2.1 מגמות בולטות:

מכירות:

תחום אזרחי			תחום צבאי			
2010	2011	2012	2010	2011	2012	
20,447	22,655	28,135	51,820	18,048	12,290	מכירות

\* כל הנתונים הינם באלפי דולרים

**תחום צבאי:** בשנים 2007-2010 החברה ביצעה מספר פרויקטים גדולים ודחופים עבור הצבא האמריקאי בעיראק ובאפגניסטן. פרויקטים אלו הגדילו את הכנסות החברה בתחום עד שנת 2010 והיוו חלק מהותי מהכנסות החברה. אולם עקב סיום פרויקטים אלו, הכנסות החברה בתחום זה ירדו בשיעור של כ-65% בשנת 2011, לעומת שנת 2010, ומגמת הירידה נמשכה בשנת 2012, עם קיטון של כ-32%.  
**תחום אזרחי:** כתוצאה מהשקעות ופעולות שנקטה החברה בשנים האחרונות, נרשם גידול עקבי במכירות מוצריה של החברה משנת 2005, כאשר בשנת 2011 נרשם גידול של 11% לעומת שנת 2010 ובשנת 2012 נרשם גידול של 24% לעומת שנת 2011.

▪ לגבי שאר הנתונים המבוקשים, לא ניתן להציגם לכל פעילות בנפרד מכיוון שהחברה עצמה מחלקת חלק מההוצאות באופן יחסי ואילו חלק מהוצאות אינה מייחסת כלל למגזרים השונים. ולכן נציג את הנתונים לחברה כולה:

2010	2011	2012	
27,655	8,237	4,904	EBIT
29,734	9,336	6,248	EBITDA
508	396	459	CAPEX

\* כל הנתונים הינם באלפי דולרים

**EBIT:** ישנו קיטון בשנת 2011 של 70% הנובע בעיקר מקיטון במכירות החברה לעומת שנת 2010. בשנת 2012 ישנה ירידה של 40% לעומת שנת 2011 הנובעת מגידול בהוצאות החברה בעיקר בסעיף עלות המכר, בין היתר עקב גידול בהתחייבויות עובד-מעביד שנכללו בעלות המכר.

**EBITDA:** פרט לשינויים שהוסברו לעיל ב-EBIT כולל ה-EBITA גם פחת והפחתות, והשינויים לעומת ה-EBIT נובעים בעיקרם מפחת בגין נבי"מ שנכלל בעלות המכר.

**CAPEX:** מניתוח נתוני ההשקעה של חברת ספקטרוניקס, ניתן לראות כי ההשקעה ברכוש קבוע ובנכסי פיתוח נמוכה מהוצאות הפחת של החברה. הדבר נובע בעיקר מכך שהחברה משקיעה פחות בנכסי פיתוח לעומת שנים קודמות, בעוד ההפחתות של נכסי הפיתוח שנוצרו בעבר גבוהות, דבר הגורם לכך שהחברה לא שומרת על הקיים, וכן הדבר עלול לפגוע בצמיחה שלה. בין 2010 ל-2011 ישנו קיטון גדול בפחת בעוד שסכום רכישת רכוש קבוע נשאר זהה, ולכן יש קיטון ב-CAPEX. ואילו בין 2011 ל-2012 ישנו גידול ב-CAPEX כיוון ששיעור הפחת גדל ובנוסף גם סכום ההשקעה ברכוש קבוע גדל.

## 2.2 תמצית מאזן תפעולי:

2011		2012		2011		2012	
באלפי דולרים		באלפי דולרים		באלפי דולרים		באלפי דולרים	
<b>חובות כספיים:</b>				<b>נכסים עודפים:</b>			
71	86	אשראי מתאגידים בנקאיים	40,842	41,809	מזומן		
2,213		חלויות שוטפות של אגרות חוב		229	מכשירים פיננסיים נגזרים		
36		מכשירים פיננסיים נגזרים	150	140	הלוואות, לאחר ניכוי חלויות שוטפות		
40		הלוואות מתאגידים בנקאיים		255	נכסים פיננסיים זמינים למכירה		
600	1,721	התחייבות בשל סיום יחסי עובד- מעביד	40,992	42,433	<b>סכ"ה נכסים עודפים</b>		
2,960	1,807						
<b>הון:</b>				<b>קפיטל:</b>			
		הון מניות רגילות	834	853	מזומנים		
6,463	6,467	קרנות הון	692	1,058	אחרים		
4,038	4,267	מניות החברה בהחזקה עצמית	3,001	3,014	מיסי הכנסה לקבל		
-210	-210	עודפים	4,848	4,664	רכוש קבוע		
51,282	47,427	נכס מו"פ	13	12	נכסים בלתי מוחשיים		
13	12		138	241	מיסים נדחים		
61,586	57,963				<b>הון חוזר תפעולי:</b>		
			7,923	6,702	לקוחות		
			19,280	17,164	מלאי		
			-4,478	-4,779	ספקים ונותני שירותים		
			<b>22,725</b>	<b>19,087</b>	<b>סכ"ה הון חוזר תפעולי</b>		
			<b>32,251</b>	<b>29,106</b>	<b>סכ"ה קפיטל</b>		
					<b>התחייבויות תפעוליות:</b>		
			4,686	1,945	אחרים		
			1,457	6,722	מיסי הכנסה לשלם		
			131	261	מקדמות מלקוחות		
			2,422	2,841	התחייבות בגין הסכם ניהול		
			<b>-8,696</b>	<b>-11,769</b>	<b>סכ"ה התחייבויות תפעוליות</b>		
<b>64,546</b>	<b>59,770</b>		<b>64,546</b>	<b>59,770</b>	<b>סכ"ה</b>		

נמנה כמה הנחות עליהן הסתמכנו:

### בחישוב הקפיטל:

- בהון החוזר התפעולי כלולה 2% מיתרת המזומנים.
- מכשירים פיננסיים נגזרים- מדובר בהגנה כלכלית על שינויים בשווי נאות של נכסים והתחייבויות קיימים הנקובים במטבע שאינו דולר (גידור), אינן נושאות ריבית ולכן סיווגנו כנכסים עודפים.
- חייבים אחרים- כוללים בתוכם חלויות שוטפות של הלוואות לעובדים לזמן ארוך. מכיוון שלא מדובר בנכס המשמש את החברה לפעילותה השוטפת, סווג לנכסים עודפים. שאר החייבים האחרים הינם בגין הפעילות השוטפת ולכן סווגו לקפיטל.
- מיסי הכנסה לקבל ומיסים נידחים הינם בגין הפעילות השוטפת ולכן סווגו לקפיטל.
- במסגרת נכסים בלתי מוחשיים החברה היוונה חלק מהוצאות המו"פ שלה, בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים, אולם ההוצאות שלא עמדו בתנאים אלו הוכרו כהוצאות מו"פ, ומכיוון שמדובר בחברה שהמחקר והפיתוח הכרחיים ומהווים חלק ניכר מפעילותה החלטנו להוון את הוצאות המו"פ כנכס במאזן התפעולי. אורך חיי נכסי המו"פ של החברה הם בין 8-15 שנים, אנו החלטנו לקחת ממוצע ולכן הפחתנו ל-12 שנים, ראה חישוב מפורט בנספחים.
- לא נמצאו חכירות.



**בחישוב חובות כספיים :**

- זכאים אחרים כוללים : שכר עובדים, דמי חופשה הבראה, חברה בעלת עניין, דיבידנד לשלם והוצאות שנצברו.

**מאזן תפעולי לאחר כיווץ :**

2011	2012		2011	2012	
<b>באלפי דולרים</b>			<b>באלפי דולרים</b>		
61,583	57,963	הון מתואם	38,032	40,626	נכסים פיננסיים נטו
					<b>קפיטל</b>
			834	853	מזומנים
			692	1,058	אחרים
				177	מיסי הכנסה לקבל
			3,001	3,014	רכוש קבוע
			4,861	4,676	נכסים בלתי מוחשיים
			138	241	מיסים נדחים
			22,725	19,087	הון חוזר תפעולי
			-8,696	-11,769	<b>התחייבויות תפעוליות</b>
<b>61,583</b>	<b>57,963</b>		<b>61,586</b>	<b>57,963</b>	<b>סכ"ה</b>

**2.3 מינוף פיננסי נטו:**

2011	2012	
5%	3%	<b>מינוף פיננסי D/E</b>

יחס ה מינוף נמוך ואף ירד מ-5% בשנת 2011 ל-3% ב-2012 בעקבות פירעונות האג"ח של החברה.

**2.4 דוח רווח והפסד:**

2010	2011	2012	
<b>באלפי דולרים</b>			
59,011	40,703	40,425	מכירות
36,256	24,087	25,973	עלות מכר
22,755	16,616	14,452	<b>רווח גולמי</b>
941	1,666	1,672	הוצאות מו"פ
4,015	3,930	4,361	הוצאות מכירה ושיווק
3,387	2,761	3,541	הוצאות הנהלה וכלליות
13	22	-26	הוצאות (הכנסות) אחרות
14,399	8,237	4,904	<b>EBIT</b>
2,079	1,099	1,344	פחת והפחתות
16,478	9,336	6,248	<b>EBITDA</b>
780	-60	438	הוצאות (הכנסות) מימון נטו
13,619	8,297	4,466	<b>רווח לפני מס</b>
2,557	1,018	5,820	הוצאות מס
11,062	7,279	-1,354	<b>רווח (הפסד) נקי</b>
			פירוט הוצאות פחת:
1,991	1,006	1,246	עלות המכר
28	32	36	מכירה ושיווק
60	61	62	הוצאות הנהלה וכלליות
2,079	1,099	1,344	

לצורך דוח רווח והפסד התאמנו את המכירות (נטרלנו מכירות הנובעות מפרויקטים גדולים לצבא האמריקאי שהיו בין השנים 2007-2010 והיוו אירוע חריג ולא משקף למכירות החברה) וכתוצאה מכך גם את ה-EBIT. רכישות מהותיות: לחברה לא היו רכישות מהותיות למעט השקעה בחברת יארד פתרונות חישה בע"מ לצורך פיתוח משותף של סדרת גלאים אופטיים לגילוי אש וגז, אולם כיוון שמדובר עדיין בפיתוח ולא במכירות, אין השפעה על שיעור הצמיחה האורגנית.

## 2.5 טבלת רווחיות:

	2012	2011	2010	2010
			לפני נטרול אירועים	לאחר נטרול אירועים
שיעור רווח גולמי	35.75%	40.82%	49.83%	38.56%
שיעור רווח תפעולי	12.13%	20.24%	38.27%	24.4%
רווחיות EBITDA	15.46%	22.94%	41.14%	27.92%
רווחיות נקייה	-3.35%	17.88%	33.65%	18.75%

ניתן לראות, כי שיעורי הרווח הינם במגמת ירידה. ישנה ירידה בשיעור הרווח הגולמי וכך גם בשאר הרווחים בין השנים 2010-2011 עקב ירידה בהכנסות החברה, בעיקר בתחום הצבאי עקב סיום פרויקטים עבור הצבא האמריקאי. בתחום האזרחי אמנם ישנה עלייה במכירות אולם הירידה בתחום הצבאי גדולה ומשמעותית יותר. (ואכן, ניתן לראות זאת בעמודת 2010 לאחר נטרול אירועים). בין השנים 2011-2012 ישנה ירידה ברווח הגולמי עקב הירידה במכירות לארצות הברית, כמו כן לגבי הרווח התפעולי ורווחיות ה-EBITDA הירידה בין השנים 2011-2012 ברווח התפעולי נובעת מהוצאות תפעוליות ואחרות חד פעמיות בסעיפי כ"א ותרומות. כמו כן הירידה ברווחיות הנקייה בין השנים 2011-2012 נובעת מהוצאת מס חד פעמית בעלות של כ-5.2 מיליון דולר לצורך הסדר מס בגין רווחיה הפטורים של החברה.

## 2.6 ניתוח CAPEX:

	2012	2011	2010	
מכירות	40,425	40,703	59,011	
פחת	1,346	1,102	2,082	
רכישת ר"ק שנתי	632	522	537	
מימוש ר"ק	173	126	29	
השקעה בר"ק נטו שנתי	459	396	508	
השקעה בר"ק נטו שנתי	459	396	508	<b>ממוצע:</b>
השקעה מתוך מכירות שנה קודמת	1.13%	0.67%	1.29%	454
אחוז השקעה מתוך פחת	34.09%	35.95%	24.40%	1.03%
				31.48%

לצורך חישוב ה-CAPEX נטרלנו מהמכירות ב-2010 את השפעת אירוע חריג – פרויקטים לצבא האמריקאי. כמו כן, הנחנו שהפחת כולל פחת הוצאות מו"פ וכן שמימוש ר"ק הינו נטו מפחנ"צ. ראה הסבר לגבי מגמת ה-CAPEX ב-2.1 ניתוח מגמות.

**2.7 חישוב תזרים חופשי מפעילות:**

2010	2011	2012	תזרים חופשי מפעילות
59,011	40,703	40,425	מכירות
24.40%	20.24%	12.13%	שיעור רווחיות תפעולית
14,399	8,237	4,904	EBIT מתואם
16%	12%	15%	שיעור מס
12,095	7,249	4,168	EBIT*(1-T)
2,082	1,102	1,346	פחת
14,177	8,350	5,515	תזרים לפני השקעות
508	396	459	נטו Capex
-4665	6506	-3638	השקעה בהון חוזר תפעולי
-4157	6902	-3179	השקעה ברוטו
18,334	1,448	8,694	תזרים חופשי מפעילות FCFF

**2.8 ROC :**

לשם חישוב ה-ROC היה עלינו לחשב את שיעור המס: מכיוון שעל הכנסות החברה שנבעו מהמפעל המאושר בארץ חל שיעור מס מוטב, ובנוסף על הכנסות החברה הבת בארה"ב חל שיעור מס של 43%, חישבנו שיעור מס משוקלל על פי נתוני הדוחות באמצעות חילוק הוצאות המס בהכנסות החברה (ראה חישוב בנספחים). כמו כן, ביצענו התאמות למאזן התפעולי ול-NOPLAT בהתאם לנכס המו"פ שיצרנו: יצרנו נכס מו"פ בגין הוצאות המו"פ שהחברה רשמה ובמקביל לכך הוספנו הוצאות פחת לנכס המו"פ בחישוב ה-NOPLAT. בנוסף, ה-NOPLAT הינו מתואם וחושב בניכוי מס.

2010	2011	2012	
12,103	7,224	4,188	NOPLAT
15,840	19,432	23,555	INVESTED CAPITAL
76.4%	37.2%	18%	ROC

**הסבר:** ה-ROC במגמת ירידה בשל הירידה המתמשכת בהכנסות החברה. בשנת 2010 מכירות החברה היו מאוד גבוהות (גם לאחר נטרול הכנסות מהפרויקטים לצבא ארה"ב), ואילו ה-INVESTED CAPITAL לתחילת השנה היה נמוך מאוד ועל כן התקבל ROC מאוד גבוה. בשנת 2011 חל גידול של כ-23% ב-INVESTED CAPITAL במקביל לקיטון של כ-31% במכירות. השפעת הקיטון המשמעותי במכירות יחד עם הקיטון בתשואה על ההון גרמו לירידת ה-ROC. בשנת 2012 המכירות נותרו כמעט ללא שינוי לעומת שנת 2011, אולם מכיוון שחל גידול של כ-21% ב-INVESTED CAPITAL התשואה על ההון המשיכה לרדת. ניתוח ה-ROC תוך פירוק לחמישה רכיבים:

$$ROC = \left[ \frac{\text{רווח גולמי}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הוצ' שיווק}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הוצ' הנהלה}}{\text{הכנסות}} \right] \times \left[ \frac{1}{\frac{\text{נכ' תפע' אחרים}}{\text{הכנסות}} + \frac{\text{ה"ח תפעולי}}{\text{הכנסות}}} \right]$$

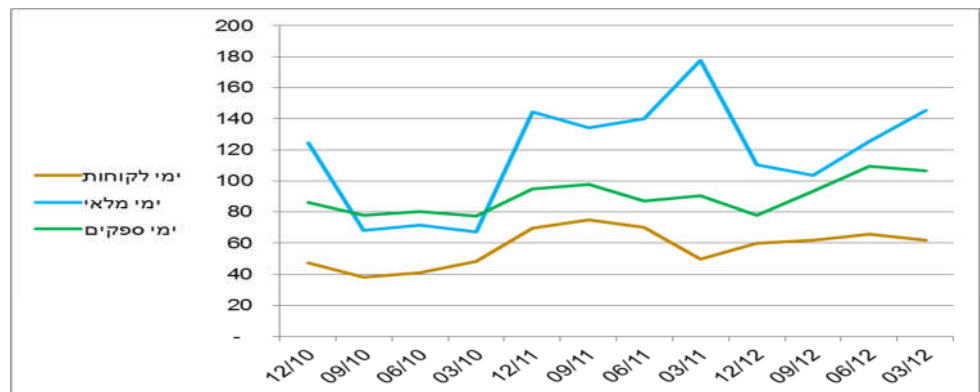
2010	2011	2012	
22,755	16,616	14,452	רווח גולמי
4,015	3,930	4,361	הוצאות שיווק
3,387	2,764	3,543	הוצאות הנהלה
59,011	40,703	40,425	הכנסות
3,213	830	-1,750	נכסים תפעוליים אחרים
16,219	22,725	19,087	הון חוזר תפעולי
			<b>מרכיבי ה-ROC:</b>
38.56%	40.82%	35.75%	רווח גולמי חלקי הכנסות
6.80%	9.66%	10.79%	הוצאות שיווק חלקי הכנסות
5.74%	6.79%	8.77%	הוצאות הנהלה חלקי הכנסות
5.44%	2.04%	-4.33%	נכסים תפעוליים אחרים חלקי הכנסות
27.48%	55.83%	47.22%	הון חוזר תפעולי חלקי הכנסות
303.69%	172.80%	233.17%	
			<b>ROC</b>
79.01%	42.13%	37.77%	
66.43%	36.96%	32.27%	ROC נטו ממש

הרכיב המשמעותי ביותר בניתוח זה הוא ההכנסות שיוורדות ב-31% (לאחר התאמות) בין 2010 ל-2011 ואכן רואים ירידה משמעותית ב-ROC, בין השנים 2011-2012 כמעט ואין שינוי בהכנסות, ואכן גם ה-ROC דומה.

### 2.9 טבלת מורנינגסטאר:

	2010 לאחר נטרול אירועים	2010 לפני נטרול אירועים	2011	2012
Operating margin %	24.4%	38.27%	20.24%	12.13%
EBITDA margin %	27.92%	41.14%	22.94%	15.46%
Net margin %	18.75%	33.65%	17.88%	-3.35%
Free Cash Flow to the Firm margin %	47.06%	47.06%	4.63%	23.7%
ROIC	66.43%	146.8%	36.96%	32.77%
Return on Assets, pretax % (ROA)	17.8%	34.1%	10.6%	6.4%
Return on Equity % (ROE)	18.6%	40.8%	11.8%	-2.3%

### 2.10 ניתוח יחסי הון חוזר:



מסקירת הרבעונים בשלוש השנים האחרונות ניתן לראות כי ימי הספקים גדלים מ-2010 ל-2011 ומ-2011 ל-2012 קטנים אך בצורה מינורית, ימי המלאי גדלים מ-2010 ל-2011 ולאחר מכן קטנים, וימי הספקים הולכים וגדלים.

**ימי מלאי:** על פי דוחות החברה, בתחום הפעילות הצבאי מדיניות אחזקות המלאי הינה בהתאם לתוכנית האספקה ולפי צפי קבלת ההזמנות, בנוסף נאמר כי מידי פעם מוחזק מלאי עודף המיועד לאפשר מענה מהיר לדרישה של הזמנות לא מתוכננות. בתחום האזרחי ישנה החזקה של מלאי לכארבעה חודשי ייצור על מנת לאפשר אספקה של הזמנות בלתי צפויות וכן לשם התגברות על עיכובים בקבלת חומרי גלם. בין 2010 ל-2011 המלאי עולה ואילו עלות המכר יורדת בהתאם לקיטון במכירות, שני גורמים אלו גורמים לעלייה משמעותית בימי המלאי. בין 2011 ל-2012 המלאי ירד ואילו עלות המכר עלתה מה שהוביל לירידה בימי המלאי. ב-2011 החברה נותר עם יתרת מלאי גבוהה בעקבות הירידה במכירות, ואילו ב-2012 החברה ייצרה פחות על מנת להתאים עצמה לקצב המכירות.

**ימי לקוחות:** החברה נוהגת להעניק ללקוחות בתחום האזרחי ימי אשראי של 30-70 ימים. בתחום הצבאי ימי האשראי שמעניקה החברה ללקוחות עומדים על 45-90 יום, בהתאם לסוג הלקוח ודרכי ההתקשרות עימו. בשנת 2011 יתרת הלקוחות גדלה בכ-40% לעומת שנת 2010. עם זאת, המכירות לשנת 2011 ירדו ב-44% לעומת שנת 2010 דבר שהוביל לעלייה בימי הלקוחות. בעקבות סיום פרויקטים לצבא האמריקאי ומעבר לפרויקטים לטווח ארוך ישנה עלייה ביתרת הלקוחות וקיטון במכירות. השינוי בין השנים 2011 ל-2012 אינו משמעותי.

**ימי ספקים:** החברה מקבלת אשראי מספקים בתחום האזרחי לתקופה של 45-105 ימים, בתחום הצבאי ימי האשראי מספקים עומדים על 45-90 יום. בשנת 2011 חל קיטון ביתרת הספקים של כ-27%, עם זאת היקף הקניות במהלך השנה ירד בכ-25%, ההשפעה של הירידה בקניות משמעותית יותר ובהתאם לכך עלו ימי הספקים. בשנת 2012 המשיכה מגמת הירידה בקניות ומכיוון שיתרת הספקים השתנתה בשיעור נמוך יותר ימי הספקים המשיכו לעלות. הירידה בספקים תואמת לקיטון בפעילות החברה.

#### **הערות חישוביות (ראה חישוב בנספחים):**

בחישוב ימי המלאי תיקנו את המלאי על מנת להגיע למלאי חומרי גלם (ע"י הפחתת מלאי תוצרת גמורה מהמלאי בדוחות). אחוז המלאי המתוקן מסך המלאי מהווה כ-50% כל שנה, את האחוז הנ"ל הכפלנו כל רבעון במלאי הרבעוני על מנת להגיע למלאי רבעוני מתוקן.

כמו כן, בחישוב ימי הספקים, תיקנו את עלות המכר על מנת להגיע לקניות של מלאי בלבד (ע"י הפחתת רכיבים שאינם קשורים לקניות מלאי). עלות המכר המתוקנת כל שנה מהווה כ-63% מעלות המכר המקורית, את האחוז הנ"ל הכפלנו כל רבעון בעלות המכר הרבעונית על מנת להגיע לעלות מכר רבעונית מתוקנת.

מהשוואה לדוח חברת ההשוואה שלנו - יונייטד טכנולוגיות, ניתן לראות שימי הלקוחות גבוהים יותר (ממוצע שלושת השנים האחרונות: כ-88 ימים) מימי הלקוחות בחברת ספקטרוניקס, ימי הספקים נמוכים יותר (ממוצע שלושת השנים האחרונות: כ-71 ימים) מימי הספקים של חברת ספקטרוניקס ואילו ימי המלאי (ממוצע שלושת השנים האחרונות: כ-107 ימים) דומים לימי המלאי של חברת ספקטרוניקס.

### 3. פרק שלישי – ניתוח 5 הכוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה:

#### 3.1 חמשת הכוחות של פורטר:

**תחום אזורי:** מתחרים קיימים - קיימות מספר רב של חברות אשר עוסקות בפיתוח וייצור ציוד גילוי אופטי של גז ואש, למיטב ידיעת החברה ישנם כ- 8 מתחרים, כ- 5 מהם חברות בת של קונצרנים רב-לאומיים גדולים בעלי היקף פעילות משמעותי בשווקים העיקריים של החברה, הממוקמים בחו"ל והמשווקים את מוצריהם באותם שווקים אשר החברה פעילה בהם. להערכת הנהלת החברה רמת הביצועים ורמת האמינות של מוצרי החברה עולים על אלו של רוב המתחרים אולם חלק מהמוצרים הינם ברמת ביצועים שווה ובמספר נושאים אף עולה על ביצועי חלק ממוצרי החברה. בכדי לנסות ולשמור על יתרונה היחסי, מעמדה בשוק ויכולתה להתמודד עם מתחריה עושה החברה מאמץ ניכר בכדי לפתח כל הזמן מוצרים חדשים ולשפר את המוצרים הקיימים. לחברה מדיניות של מתן גיבוי ותמיכה טכנית נרחבת ותקופות אחריות ארוכות יחסית.

**איום כניסת מתחרים חדשים** - חסמי הכניסה העיקריים של תחום הפעילות הינם ידע ותשתית טכנולוגית, עמידה בתקנים בין לאומיים מחמירים, ותק ומוניטין. לחברה יש יכולות וידע שפותחו על ידה על פני שנים ואשר מוגנים בחלקם בפטנטים רשומים. כמו כן החברה בעלת וותק, מוניטין ואמינות מוכחת. החברה עומדת בתקנים המחמירים ביותר בארץ ובשווקי היעד ומפעילה מחלקת בקרה וניהול איכות הפועלת למעקב ותחזוקת המערכת. בשל קיומם של מתחרים קיימים רבים וחזקים בתחום פעילות החברה, האיום מכניסת מתחרים חדשים אינו משמעותי. מתחרה חדש יצטרך פרט לאמור לעיל גם ליצור שיתופי פעולה לייצור, פיתוח, שיווק והפצה עם חברות מובילות בעולם וכן לספק מעטפת שירות כוללת ללקוח בשל התחרות בתחום הפעילות בעולם. **איום ממוצרים תחליפיים** - בשווקי הדלק, הגז, הפטרוכימיה והכימיקלים המתאפיינים במתקנים בסיכון גבוה, קיימת דרישה גם ליישומים חדשים וטכנולוגיות חדשניות בתחום גילוי הגז והאש. התפתחויות בתחום הטכנולוגיה של ניתוח תמונות, גילוי אקוסטי של נזילות, חיישנים אופטיים ורכיבים אלקטרוניים מתקדמים, ישפיעו ישירות על שדרוג המוצרים בעתיד ואפשרות פיתוח מוצרים נוספים בתחום. מטבע הדברים ההתפתחות הטכנולוגית עשויה להוביל לשיווק מוצרים תחליפיים ע"י מתחרה. החברה מזהה את הסיכון בכך ומשקיעה רבות בפיתוח בעצמה.

**יכולת מיקוח הלקוחות** - החברה משווקת את מוצריה באמצעות סוכנים ומפיצים ברחבי העולם, והם מוכרים את המוצרים ללקוחות הסופיים באמצעות חברות הנדסה, קונטרקטורים, הסכמי O.E.M וכיו"ב. כמו כן פועלת החברה ליצירת שיתופי פעולה אסטרטגיים עם החברות המובילות בעולם, בתחומה, באמצעות הסכמי License והסכמים אחרים. ככלל לא נוהגת החברה להעניק הסכמים בלעדיים. לאור התחרות הרבה ללקוחות יש אמנם כוח מיקוח אולם בשל אופי המוצרים הייחודי, לא מדובר רק במחיר.

**יכולת מיקוח ספקים** - ככלל, מדיניות החברה היא שלכל אחד מסוגי חומרי הגלם, יהיו לפחות שני ספקים. למרות זאת, קיימים מספר חומרי גלם שעבורם יש לחברה מקור אספקה אחד בלבד, אולם לחברה אין תלות באותם ספקים. לחברה קשרים ממוסדים עם הספקים הנ"ל לאורך הרבה שנים ועד היום הקבוצה לא נתקלה בבעיות חמורות באספקה שגרמו לה לעצירת יכולת המכירות של מוצריה ללקוחות. למרות האמור לעיל החברה נוקטת מדיניות החזקת מלאים לתקופות שיאפשרו לה להתמודד עם בעיות באספקה מספק מסוים.

**התחום הצבאי:** מתחרים קיימים - החברה פועלת בתחום מערכות מתקדמות לגילוי אש ושיכוך התפוצצויות לרק"מ ולספינות קרב (בארץ). השוק הצבאי מאופיין במספר מצומצם של יצרנים של מערכות ייחודיות והינו שוק לויאלי. מדינות נוטות לעבוד בדרך כלל עם ספק יחיד, מקומי ומוכר, דבר שמחד, שומר על הקבוצה במדינות בהן היא ספק יחיד, אך מאידך, מקשה על חדירת החברה לשווקים בהן המתחרות הן ספקיות מסורתיות. יכולת החברה לחדור לשווקים חדשים קיימת במדינות בהן המתחרה מנצל את מעמדו לקביעת

מחירים גבוהים ומתרשל במתן השירות או שהוא נתקל בבעיות טכניות שמתקשה לפתור בזמן סביר או שיש לחברה באותה מדינה הסכמי שיתוף פעולה עם גורם מקומי מקובל וחזק. בכדי להתמודד עם התחרות בשוק, מקפידה החברה לתת סיוע טכני, שירות טוב, אמין וברמה איכותית. החברה ידועה ביכולותיה הטכניות ובגמישות במתן פתרונות לבעיות שמתעוררות בפרויקטים השונים.

איום כניסת מתחרים חדשים – חסמי הכניסה העיקריים של תחום הפעילות הינם: א. שמרנות של השוק הצבאי הדורש מהימנות ואמינות של הספק והציוד לרבות עמידה במפרטים צבאיים, הוכחת ביצועים ואמינות על פני שנים. ב. בחינות ואישורים צבאיים למוצרים בתחום הצבאי אשר הינם קשים, יקרים ודורשים היערכות ארוכה ותשתית מתאימה. ג. שיקולים של אחדות לוגיסטית של הצבאות השונים לשימוש במערכות או במכלולים קיימים וכן התייחסותם של הצבאות השונים לאמינות וביצועי העבר של הספקים.

איום ממוצרים תחליפיים – ישנה התפתחות טכנולוגית בתחום חומרי כיבוי אש אשר עשויה לגרום לכניסה של מערכות כיבוי אש בטכנולוגיה חלופית. החברה פועלת לפיתוח תחליפים מתאימים וכן משתפת פעולה עם חברות אחרות אשר פיתחו תחליפים כאמור, בכדי לענות על צורכי השוק וכדי לשמור על מעמדה ויכולותיה להתמודד עם מתחרותיה. בנוסף, בשוק קיימת ציפייה לחדשנות טכנולוגית. לאור התקדמות מהותית שחלה בתחום הטכנולוגיות של רכיבים אלקטרוניים, רכיבים אופטיים ומיקרופרוססורים מהירים, החברה בוחנת שיטות וחומרי כיבוי שונים ופועלת לשדרוג המערכות שלה, פיתוח מערכות קומפקטיות יותר ומתן מעטפת ביצועים משופרת ובמחיר תחרותי.

יכולת מיקוח הלקוחות – החברה קשורה בהסכמים בכתב עם רוב לקוחותיה ומועדי האספקה מתואמים בין החברה ללקוחותיה בהתאם לסוג המוצר או השירות המבוקשים. לרוב, קשרי הסחר של החברה עם לקוחותיה נמשכים תקופה ארוכה והלקוחות מגלים נאמנות רבה למוצרי החברה הן בשל איכות מוצריה ורמת השירות שהיא מספקת והן בשל העמידה במועדי האספקה הנוקשים לאורך שנים. החברה משקיעה מאמצים ומשאבים בכדי להרחיב את מעגל לקוחותיה במדינות השונות בכדי לפזר את הסיכון ולהימנע מתלות בגורם ספציפי או במדינה מסוימת. במכירות לצה"ל נהנית הקבוצה ממוניטין רב כספק מוכר ואמין ואף זוכה לתנאים מיוחדים המעוגנים בהסכם עם משרד הביטחון, ובכלל זה זכות סירוב ראשונה על כל המכרזים המיוחדים המתפרסמים בתחום הפעילות וכן הכרה באיכות המערך לאבטחת איכות של הקבוצה לבחינה עצמית של מוצריה.

יכולת מיקוח ספקים – החברה רוכשת חומרי גלם מהארץ ומחו"ל כאשר לחברה אין ספקים קבועים ולמעט חריגים היא מקבלת הצעות מחיר לפני כל רכישה. לחברה אין הסכמים קבועים ו/או התקשרויות עם ספקיה בתחום הצבאי. ההסכם והתנאים נקבעים ספציפית עם הספק בכל הזמנה בנפרד. לחברה אין ספקים מהותיים בארץ/בחוו"ל שהרכישות מהם היו/הינן בשיעור השווה/עולה על 10% מכלל רכישותיה לשנת 2012.

### **3.2 ניתוח החפיר:**

החברה נהנית ממוניטין רב כחברה ותיקה המובילה באיכות, ביצועים ושירות תוך שמירה על מחיר תחרותי. חסמי כניסה גבוהים כגון רגולציה, שמרנות, עמידה בתקנים, ידע מקצועי, ותק ומוניטין, כמו גם חוסר יכולת מיקוח משמעותית לספקים ויכולת מיקוח מוגבלת ללקוחות מאפשרות לחברה חפיר רחב ויציב. מנגד איום כניסת מוצרים תחליפיים הינו חלק אינטגרלי מהענף בשל דרישת השווקים לחדשנות טכנולוגית. על מנת לשמר את מעמדה בענף החברה משקיעה משאבים רבים במחקר ופיתוח מוצרים חדשים ושדרוג הקיימים וכן דוגלת במדיניות של מעטפת שירות ללקוח הכוללת בין היתר תמיכה טכנית נרחבת ותקופות אחריות ארוכות יחסית. בשנים האחרונות היתה מגמת ירידה ב-ROC אולם לאור אופי החברה המתואר לעיל והעובדה שלחברה יש חפיר רחב ויציב אנו מצפים (ואכן ניתן לראות זאת בתוצאות ה-DCF) שהירידה ב-ROC תיבלם בשנים הקרובות וה-ROC יתייצב, ואף תתחיל במגמת עלייה קלה.

#### 4. פרק רביעי- הערכת שווי בשיטת DCF:

##### 4.1 טבלת DCF:

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
	5	4	3	2	1	0	
צמיחה	2%	2%	2%	2%	2.0%		
מכירות	44,632	43,757	42,899	42,058	41,234	40,425	
שיעור רווחיות תפעולית	10%	10%	10%	10%	10%	12%	
EBIT	4,463	4,376	4,290	4,206	4,123	4,904	
שיעור מס על רווח תפעולי	14%	14%	14%	14%	14%	15%	
EBIT (1-T)	3838.39	3763.13	3689.34	3617.00	3546.08	4168.02	
פחת		1575.26	1544.38	1514.09	1484.41		
Capex נטו		420.41	412.17	404.09	454.00		
השקעה בהון חוזר משינוי במכירות	639.73	-471.89	-462.64	-453.57	-444.68		
FCFF	3,198.66	5,389.87	5,284.19	5,180.58	5,021.16		
מקדם היוון WACC							
							12.30%
		31,054.95	סכום טרמינלי				
שווי פעילות	34,735.33	22,914.84	3,731.12	4,107.89	3,981.48		סכומים מהוונים
	-						נכסים עודפים
	40,625.76						חוב פיננסי
שווי חברה	75,361.09						
						29,106	קפיטל בנקודת אפס מהמאזן
	639.73	-51.48	-50.47	-49.48	9.32		השקעות נטו
	29603.63	28963.90	29015.37	29065.84	29115.33		קפיטל בסוף שנה
	12.00%	12.97%	12.69%	14.45%	12.18%		ROC (לאחר מס) הנובע מתחזיות
	16.67%						RR

##### מספר השנים ב-DCF:

לאור ניתוח החפיר הכלכלי ורוחבו שערךנו בפרק השלישי לעבודה, נראה כי חפיר הפעילות של החברה הינו רחב ולכן בחרנו לערוך תחזית פרטנית בשיטת DCF למשך חמש שנים המהווה תקופת הזמן של תחזית מקובלת. השנה החמישית הינה השנה הטרמינלית.

##### 4.2 בחירת שיעור רווחיות תפעולית:

לצורך בחירת שיעור הרווחיות התפעולית, בחנו את שיעור הרווחיות התפעולית לשלוש שנים אחרונות. לשם כך ביצענו התאמות להכנסות ול-EBIT. בשנת 2010 נטרלנו הכנסות חריגות של החברה עקב ביצוע מספר פרויקטים גדולים עבור הצבא האמריקאי, דבר שהגדיל את הכנסותיה בצורה משמעותית, וכתוצאה מכך גם את שיעור הרווח התפעולי באופן שאינו משקף את פעילות החברה. ניתן לראות ששיעור הרווחיות התפעולית יורד בצורה משמעותית במהלך שנים אלה. ולכן מטעמי שמרנות הנחנו ששיעור הרווחיות התפעולית ימשיך לרדת וייתיצב על 10%.

	2010	2011	2012	
מכירות	59,011	40,703	40,425	
EBIT	14,399	8,237.00	4,904.00	
שיעור רווחיות תפעולית	24%	20%	12%	



### 4.3 ניתוח מכירות ושיעור צמיחה:

כיוון שחלק גדול מההכנסות מבוסס על פרויקטים יש שוני מאוד גדול בהכנסות משנה לשנה, ולכן לקחנו ממוצע הכנסות ושיעור צמיחה על פני שבע שנים בנטרול אירועים אסטרטגיים בעלי השפעה מהותית מאוד על המכירות.

במסגרת ניתוח המכירות בעבר, נטרלנו אירועים משמעותיים שגרמו לעלייה בהכנסות ולא ייצגו נכונה את שיעור הצמיחה. בשנת 2003 נחתם הסכם רישיון והפצה אסטרטגי עם חברת MSA לתקופה של חמש שנים. הסכם זה הגדיל את ההכנסות משמעותית בעיקר בין השנים 2004-2006 ועל כן נטרלנו השפעת ההסכם על המכירות בחישוב שיעור הצמיחה. בנוסף בין השנים 2007-2010 החברה ביצעה פרויקטים גדולים עבור הצבא האמריקאי שגם הם גרמו להגדלת המכירות ולכן נטרלנו את השפעתם בשנים 2008-2010 בהן ההשפעה היתה משמעותית.

שנה	הכנסות	הכנסות לאחר נטרול אירועים	גידול שנתי
2012	40,425	40,425	-0.68%
2011	40,703	40,703	-31.02%
2010	72,267	59,011	50.28%
2009	58,466	39,268	-16.38%
2008	49,810	46,958	73.71%
2007	27,032	27,032	-58.28%
2006	78,613	64,799	5.61%
			ממוצע: 3.32%

בחברת ההשוואה יונייטד טכנולוגיות ממוצע שיעור הצמיחה בשלוש השנים האחרונות עומד על כ- 3%. מהשוואה לענף וכן מהעובדה שבשנתיים האחרונות היתה צמיחה שלילית ומטעמי שמרנות, החלטנו לקחת לצורך ה- DCF שיעור צמיחה של 2%.

### 4.4 תחזית CAPEX:

לשם חישוב תחזית CAPEX ביצענו התאמות למרכיבים השונים, תוך נטרול אירועים חריגים והוספת השפעת נכס המו"פ שיצרנו. מכיוון שהחלטנו להפחית את נכס המו"פ על פני שניים עשר שנים (ראה הסבר בפרק השני), ומכיוון שהדוח המלא שהחברה פרסמה הינו משנת 2001, ניתן לבצע תחזית הכוללת את ההתאמות רק לארבע שנים האחרונות.

לצורך ביצוע תחזית של ההשקעה בשנים הבאות ב- DCF בחרנו בממוצע ארבעת השנים האחרונות שהינו 0.98% שלדעתנו גם מייצג נכונה את השקעות החברה בר"ק. בדוחות החברה לא קיימת התייחסות של ההנהלה בנוגע לתכנון ההשקעה העתידית בר"ק.

2008	2009	2010	2011	2012	
46,958	39,268	59,011	40,703	40,425	מכירות
	1603.8341	2,082	1,102	1,346	פחת
	412.61	537	522	632	רכישת ר"ק שנתית
	25	29	126	173	מימוש ר"ק
	387.61392	508	396	459	השקעה בר"ק נטו שנתית
	388	508	396	459	השקעה בר"ק נטו שנתית
0.98%	0.83%	1.29%	0.67%	1.13%	השקעה מתוך מכירות שנה קודמת
29.65%	24.17%	24.40%	35.95%	34.09%	אחוז השקעה מתוך פחת

חזינו את הפחת כאחוז מסעיף רכוש קבוע נטו :

	2009	2010	2011	2012	
	8,154	7,559	7,849	7,678	רכוש קבוע נטו
ממוצע	1,604	2,082	1,102	1,346	פחת
20%	20%	28%	14%	18%	רכוש קבוע/מכירות

#### 4.5 בחירת שיעור המס:

על הכנסות החברה שנבעו מהמפעל המאושר בארץ חל שיעור מס מוטב, ובנוסף על הכנסות החברה הבת בארה"ב חל שיעור מס של 43%, חישבנו שיעור מס משוקלל על פי נתוני הדוחות באמצעות חילוק הוצאות המס בהכנסות החברה (ראה פרק שני וכן חישוב בנספחים). לצורך בניית תחזית ה- DCF החלטנו לבחור בשיעור המס הממוצע בשלוש השנים האחרונות, שהינו 14%.

#### 4.6 תחזית הון חוזר:

ניתחנו את ההון החוזר של החברה בין השנים 2006-2012 על מנת לנסות ולמצוא מגמה מסוימת (ראה פירוט חישוב בנספחים). מהניתוח שערכנו עולה שבממוצע השינוי בהון החוזר חלקי השינוי במכירות הינו 55%-. הממוצע אינו כולל את שנת 2012 כיוון שבניתוח שערכנו לראינו שבשנת 2012 היה שינוי בהון חוזר אולם המכירות לא השתנו כמעט ולכן אחוז שינוי בהון חוזר מתוך שינוי במכירות, אינו מייצג וחרג. השימוש ביחס שינוי בהון החוזר חלקי השינוי במכירות נובע מהציפייה ששינוי עתידי בהון החוזר יהיה קשור לשינוי במכירות בעבר, מתוך ניסיון של החברה לחזות קדימה מגמות בעתיד. אנו השתמשנו בנתון זה לצורך ביצוע תחזית DCF.

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
22,788.00	17,738.00	38,827.00	8,187.00	10,550.00	5,686.00	7,923.00	6,702.00	לקוחות
31,404.00	39,440.00	51,082.00	17,268.00	17,389.00	16,646.00	19,280.00	17,164.00	מלאי
-12,624.00	-10,694.00	-22,815.00	-5,981.00	-7,055.00	-6,113.00	-4,478.00	-4,779.00	ספקים
41,568.00	46,484.00	67,094.00	19,474.00	20,884.00	16,219.00	22,725.00	19,087.00	
52,382	64,799	27,032	46,958	39,268	59,011	40,703	40,425	מכירות
	12,417	-37767	19926	-7690	19743	-18308	-278	שינוי במכירות
	46,484	67,094	19,474	20,884	16,219	22,725	19,087	הון חוזר
	4,916	20,610	-47,620	1,410	-4,665	6,506	-3,638	שינוי בהון חוזר
	40%	-55%	-239%	-18%	-24%	-36%	1309%	שינוי בהון חוזר חלקי שינוי במכירות

#### 4.7 מציאת WACC:

לצורך מציאת ה- WACC ביצענו מספר שלבים:

1. מציאת  $\beta$ .
2. מציאת Re.
3. מציאת Rd.
4. מציאת Wacc.

פירוט השלבים :

1. מציאת  $\beta$  :

מתוך האתר של דמודרן לקחנו את ה-  $\beta$  הלא ממונפת של ענף האלקטרוניקה. לאחר בחינת הענפים השונים ופעילות החברות הכלולות בכל ענף קשור, הגענו למסקנה כי ענף זה משקף בצורה הנכונה ביותר את פעילות החברה. ה-  $\beta$  הממונפת לחברת ספקטרוניקס :

$$\beta_{\text{ממונפת}} = \beta * \left(1 + \frac{D}{E}\right)$$

נתון	ערך	הסבר
$\beta$ לא ממונפת	1.17	מתוך אתר דמודרן
D	-30,783	*מתוך המאזן התפעולי ולאחר ביצוע התאמה נוספת (ראה הערה להלן)
E	70,629	שווי שוק ליום 29/8/2013

מההצבה בנוסחה מתקבלת התוצאה :  $\beta = 0.66$  ממונפת.

הערה - נכון ליום 2012/12/31 מינוף החברה נמוך ביותר, וחורג מהמינוף הממוצע בענף. בפרק תיאור עסקי החברה לשנת 2012 מצוין שבין תאריך המאזן לתאריך החתימה על הדוחות הכספיים, החברה לקחה הלוואה בסך של 20 מיליון ₪ להחזר ב- 6 שנים והלוואה נוספת בסך של 4 מיליון ₪, להחזר ב- 4 שנים. ההלוואות נלקחו בעקבות הסכם פשרה עם רשויות המס, לפיו על החברה לשלם מס בסך כ-20.6 מיליון ₪. מכיוון שיש לשקף את מבנה ההון בעתיד, התחשבנו בהלוואות הללו, והוספנו אותן לחוב החברה לצורך מציאת ה-  $\beta$  הממונפת.

2. מציאת  $Re$  :

לצורך מציאת ה-  $Re$  השתמשנו בנוסחה הבאה :  $Re = Rf + \beta[E(Rm) - rf]$

נתון	ערך	הסבר
$Rf$	3.87	אג"ח ממשלתי שחר ל-10 שנים
$\beta$	0.66	מצאנו בשלב הקודם
$E(Rm) - rf$	7.08	מתוך דמודרן, לפי פרמיית סיכון לפי מדינה

מההצבה בנוסחה מתקבלת התוצאה :  $Re = 8.54\%$

3. מציאת  $Rd$  :

מכיוון שחברת ספקטרוניקס איננה מדורגת, עלינו ליצור דירוג סינטטי. עשינו זאת באמצעות יחס כיסוי הריבית, תוך שימוש בנוסחה הבאה :

$$\text{Interest Coverage Ratio} = \frac{EBIT}{\text{Interest Expenses}}$$

הרווח התפעולי של ספקטרוניקס הינו 4,902 אלפי דולר, הוצאות הריבית נטו של החברה הן 435 אלפי דולר\*. מכאן שיחס כיסוי הריבית הינו 11.1. מתוני דמודרן עולה כי מרווח הסיכון המתאים לחברה הינו 0.4% ומכאן ש-  
 $R_d = 4.27\%$

\*הערה - בהמשך לכך שלצורך חישוב ה- $\beta$  הוספנו את החוב שנלקח בין תאריך המאזן לתאריך החתימה על הדוחות, הוספנו את הוצאות הריבית בגין ההלוואות הללו להוצ' הריבית של החברה (בהתאם לפירוט הריביות הנתון בפרק תיאור עסקי החברה).

בנוסף, מכיוון שמחיר החוב צריך לשקף את החוב הנוכחי של החברה, בדקנו את הריביות שהחברה תשלם על שתי ההלוואות שנלקחו לאחר תאריך המאזן, שהן כ-3%. מדובר על ריבית משתנה ומכיוון שהריבית במשק כיום נמוכה היסטורית, הרי שהריבית על ההלוואות מהבנקים מתומחרת מעט בחסר, דבר התומך בתוצאת הדירוג הסינטטי שלנו.

4. חישוב ה- Wacc :

לצורך חישוב ה- Wacc השתמשנו בנוסחה הבאה :

$$WACC_{After-Tax} = r_D \times (1-t) \times D / (D+E) + r_E \times E / (D+E)$$

מהצבת הנתונים מהשליבים הקודמים בנוסחה, מתקבל WACC של 12.3%.

#### **4.8 בחירת RR ו-ROC שנה טרמינלית:**

ניתן לראות בתחזית הפרטנית כי שיעור ה- ROC שומר על יציבות. ה- ROC היציב שבחרנו הינו 12% וזאת לאור ה-ROC אליו הגענו בסוף התחזית הפרטנית. ערך זה תואם ל-WACC שמצאנו. תוצאה זו מתאימה גם לניתוח החפיר שערכנו בפרק השלישי. מחד, ישנם חסמי כניסה גבוהים לשוקי החברה דבר העוזר לחברה לשמור על לקוחותיה, ומאידך הדבר מקשה על החברה בחדירה לשווקים ולקוחות חדשים. ה-RR שהתקבל מבחירת ROC בגובה 12% ושיעור צמיחה בגובה 2% הוא 16.67%.

#### **4.9 שווי כלכלי ראוי להון העצמי:**

שווי החברה על פי תוצאות ה-DCF שערכנו הינו: 75,361 אלפי דולר. לעומת שווי בבורסה של 70,629 אלפי דולר בתאריך 29/8/2013. ניתן לראות שמדובר בפער של כ-6%. בנוסף בדקנו את שווי השוק של החברה בתאריך 16/10/2013 הינו 73,750 אלפי דולר.

#### **4.10 שווי ראוי למניה אחת מונפקת:**

כמות המניות של החברה הינה 8,356,728. שווי מניה אחת ע"פ תחזית ה-DCF: 9.02 דולר. שווי מניה אחת בפועל: 8.83 דולר.

**4.11 טבלת רגישות WACC:**

שווי החברה תחת נתוני WACC ו-g שונים:

WACC								
10.80%	11.30%	11.80%	12.30%	12.80%	13.30%	13.80%		
76,826.96	75,263.04	73,833.35	72,520.94	71,311.61	70,193.38	69,156.06	0.50%	g
78,017.81	76,354.72	74,840.49	73,455.48	72,183.38	71,010.56	69,925.47	1%	
79,245.48	77,472.86	75,866.09	74,402.29	73,062.64	71,831.51	70,695.77	1.50%	
80,513.70	78,619.32	76,910.74	75,361.09	73,948.48	72,654.89	71,465.34	2%	
81,827.01	79,796.36	77,975.12	76,331.47	74,839.77	73,479.10	72,232.25	2.50%	
83,191.07	81,006.72	79,060.02	77,312.92	75,735.11	74,302.16	72,994.17	3%	
84,613.03	82,253.81	80,166.38	78,304.74	76,632.76	75,121.68	73,748.30	3.50%	

פער בין אחוז שווי חברת ספקטרוניקס תחת נתוני WACC ו-g שונים לעומת השווי שנמצא ב-DCF:

WACC							תוצאת DCF		
12.30%							2%	g	
75,361.09									
WACC									
10.80%	11.30%	11.80%	12.30%	12.80%	13.30%	13.80%			
1.95%	-0.13%	-2.03%	-3.77%	-5.37%	-6.86%	-8.23%	0.50%	g	
3.53%	1.32%	-0.69%	-2.53%	-4.22%	-5.77%	-7.21%	1%		
5.15%	2.80%	0.67%	-1.27%	-3.05%	-4.68%	-6.19%	1.50%		
6.84%	4.32%	2.06%	0.00%	-1.87%	-3.59%	-5.17%	2%		
8.58%	5.89%	3.47%	1.29%	-0.69%	-2.50%	-4.15%	2.50%		
10.39%	7.49%	4.91%	2.59%	0.50%	-1.41%	-3.14%	3%		
12.28%	9.15%	6.38%	3.91%	1.69%	-0.32%	-2.14%	3.50%		

ניתן לראות שיש רגישות גבוהה יותר לשיעור ה-WACC מאשר לשינוי בשיעור ה-g.

## 5. פרק חמישי - הערכת שווי בשיטת המכפילים:

### 5.1 חישוב המכפילים לפי חברת יונייטד טכנולוגיות:

לצורך פרק זה חיפשנו חברה בעלת אופי פעילות דומה, בארץ ולאחר מכן בחו"ל, שתשמש כחברת השוואה לספקטרוניקס. כלל החברות בשוק בו פועלת החברה הינן חברות שבשליטת תאגידים בינלאומיים גדולים ומאוחדות בדוחותיהם הכספיים (ללא אפשרות להגיע לנתונין הכספיים של החברות מתוך הדוחות המאוחדים), או שהן חברות פרטיות שאינן מפרסמות נתונים אודות פעולותיהן ברבים. לפיכך, בחרנו להשתמש בנתוני חברת Detector Electronics Corporation (Detronics). מדובר בחברה אמריקאית המחזיקה כ- 50% משוק גלאי הגז והאש. Detronics היא חלק מקבוצת Kidde Int. שבבעלות הקונצרן האמריקאי United Technologies. מכיוון שאין נתונים מפורטים עבור חברת Detronics, השתמשנו בנתוני הקונצרן. יש לציין כי היקף הפעילות של הקונצרן, השווקים בהם הוא פועל והמדיניות החשבונאית שלו שונים משל חברתנו. למרות זאת, בשל המגבלות הקיימות בשוק, השתמשנו בנתוני הקונצרן. בדוחות החברות הפחת וההפחתות מופיעים במספר אחד, שלא ניתן היה להפרידו, ולכן לא חישבנו מכפיל EBITA.

### חישוב מכפילים נצפים עבור חברת ספקטרוניקס ועבור קונצרן United Technologies:

<u>United Technologies</u>		<u>ספקטרוניקס</u>	
<u>מתוקן</u>	<u>לא מתוקן</u>		
13.83	14.33	7.56	מכפיל EBIT
11.30	11.80	5.47	מכפיל EBITDA
1.43	1.93	0.78	מכפיל הכנסות
14.48	14.48	-6.75	מכפיל רווח נקי

### 5.2 פנדמנטלס:

הקונצרן United Technologies לא מייצג באמת את הענף, ולכן התוצאות שקיבלנו לא מבוססות במידה ראויה. לאחר מציאת המכפילים, ביצענו להם התאמות על פי הפנדמנטלס המפורטים להלן:

**מינוף D/E** - ככל שחברה ממונפת יותר, כך הדבר מקטין את מכפיל הרווח הנקי שלה. בכדי לבדוק מינוף של חברה, יש להתבונן ביחס ההון לחוב שלה: D/E. יחס ההון לחוב של חברת ספקטרוניקס נמוך לעומת השוק (0.03 לעומת 1.14), ולכן יש להגדיל את מכפיל הרווח הנקי.

**שיעור הצמיחה** - נתון זה משפיע על מכפיל ההכנסות, על מכפיל הרווח התפעולי, על מכפיל EBITDA ועל מכפיל הרווח הנקי. ככל שהצמיחה גבוהה יותר, המכפילים יהיו גבוהים יותר. חברת ספקטרוניקס רשמה צמיחה שלילית של 1% בשנת 2012 לעומת שנת 2011 וצמיחה שלילית של 44% בשנת 2011 לעומת שנת 2010. United Technologies רשמה צמיחה שלילית של 1% בשנת 2012 לעומת שנת 2011 וצמיחה של 7% בשנת 2011 לעומת שנת 2010. על פי נתון זה יש להקטין את המכפילים.

**מחיר ההון** - ככל שמחיר ההון של חברה גבוה יותר, המכפיל יהיה נמוך יותר. הסיכונים של החברה שונים מסיכוני הקונצרן, מכיוון שלקונצרן יש פעילויות נוספות מעבר לפעילות החברה. חברת ספקטרוניקס ממונפת פחות מהקונצרן (החברה פועלת כמעט ללא מינוף), ומכאן שמחיר ההון שלה נמוך ממחיר ההון של חברות דומות בשוק, ולכן יש להגדיל את מכפיל הרווח הנקי.

**Capex** - חברת ספקטרוניקס גדלה ע"י רכישת ר"ק (השקעה בעצמה), ולא ע"י רכישת חברות. United Technologies גדלה הן באמצעות רכישת ר"ק והן באמצעות רכישת חברות, כדוגמת רכישת חברת גודריץ' בשנת 2011. בהתאם לכך, יש להקטין את המכפילים.

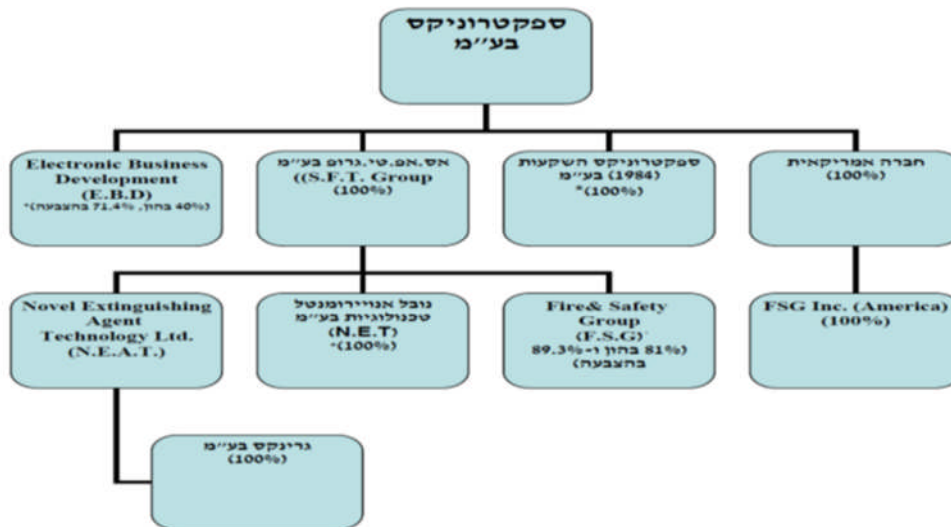


**נספחים:**

**נספח 1- מבנה הבעלות:**

בעל המניות	אחוז החזקה+הצבעה
א.י ספקטור אחזקות	34.31
הציבור	24.69
קרוס יעל	10.39
פסגות קרנות נאמנות בע"מ	6.16
איפקס ניהול קופ"ג בע"מ	4.41
איפקס קרנות נאמנות בע"מ	1.43
ד"ש איפקס תעודת סל	1.05
יחיאל ספקטור *	0.94
ספקטור עודד	0.27
ס.ה סקיי II אחזקות בע"מ	16.35
סה"כ מוסדיים	13.05
סה"כ בעלי עניין	62.26
הציבור	24.69

\*משמש כמנכ"ל, דירקטור ובעל שליטה





**נספח 2 - מצבת העובדים:**

<u>מספר עובדים</u>	<u>מחלקה</u>	<u>מספר עובדים</u>	<u>מחלקה</u>
11	אדמיניסטרציה	10	הנהלה
17	חברת הבת בארה"ב	22	הנדסה ופיתוח
7	חברת בת- מיזם אינטרנט	72	ייצור
		5	הנהלת חשבונות
<b>187</b>	<b>סכ"ה</b>	17	רכב, תפ"י ומחסנים
		10	מחלקה טכנית
		5	ביקורת איכות
		5	אבטחת איכות
		2	אוי"ש ומחשבים
		4	תחום צבאי

**נספח 3 - תמצית דוח רווח והפסד, כולל אחוזים:**

**לפני התאמות:**

<u>2011-2012</u>	<u>2010-2011</u>	<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	
<u>%</u>	<u>%</u>	<u>באלפי דולרים</u>			
-1%	-44%	72,267	40,703	40,425	מכירות
8%	-34%	36,256	24,087	25,973	עלות מכר
-13%	-54%	36,011	16,616	14,452	<b>רווח גולמי</b>
0%	77%	941	1,666	1,672	הוצאות מו"פ
11%	-2%	4,015	3,930	4,361	הוצאות מכירה ושיווק
28%	-18%	3,387	2,761	3,541	הוצאות הנהלה וכלליות
-218%	69%	13	22	-26	הוצאות (הכנסות) אחרות
-40%	-70%	27,655	8,237	4,904	<b>EBIT</b>
22%	-47%	2,079	1,099	1,344	פחת והפחתות
-33%	-69%	29,734	9,336	6,248	<b>EBITDA</b>
-830%	-108%	780	-60	438	הוצאות (הכנסות) מימון נטו
-46%	-69%	26,875	8,297	4,466	<b>רווח לפני מס</b>
472%	-60%	2,557	1,018	5,820	הוצאות מס
-119%	-70%	24,318	7,279	-1,354	<b>רווח (הפסד) נקי</b>
					פירוט הוצאות פחת:
24%	-49%	1,991	1,006	1,246	עלות המכר
13%	14%	28	32	36	מכירה ושיווק
2%	2%	60	61	62	הוצאות הנהלה וכלליות
22%	-47%	2,079	1,099	1,344	

### אחרי התאמות:

2011-2012		2010-2011		2010	2011	2012	
%	%						
		<b>באלפי דולרים</b>					
-1%	-31%	59,011	40,703	40,425			מכירות
8%	-34%	36,256	24,087	25,973			עלות מכר
-13%	-27%	22,755	16,616	14,452			<b>רווח גולמי</b>
0%	77%	941	1,666	1,672			הוצאות מו"פ
11%	-2%	4,015	3,930	4,361			הוצאות מכירה ושיווק
28%	-18%	3,387	2,761	3,541			הוצאות הנהלה וכלליות
-218%	69%	13	22	-26			הוצאות (הכנסות) אחרות
-40%	-43%	14,399	8,237	4,904			<b>EBIT</b>
22%	-47%	2,079	1,099	1,344			פחת והפחתות
-33%	-43%	16,478	9,336	6,248			<b>EBITDA</b>
-830%	-108%	780	-60	438			הוצאות (הכנסות) מימון נטו
-46%	-39%	13,619	8,297	4,466			<b>רווח לפני מס</b>
472%	-60%	2,557	1,018	5,820			הוצאות מס
-119%	-34%	11,062	7,279	-1,354			<b>רווח (הפסד) נקי</b>
							פירוט הוצאות פחת:
24%	-49%	1,991	1,006	1,246			עלות המכר
13%	14%	28	32	36			מכירה ושיווק
2%	2%	60	61	62			הוצאות הנהלה וכלליות
22%	-47%	2,079	1,099	1,344			

### נספח 4- נכס מו"פ והוצאות מו"פ:

1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
2,853	3,354	3,080	3,819	4,465	3,740	2,455	3,768	5,150	258	538	529	941	1,666	1,672	הוצאות מו"פ לשנה
237.75	279.50	256.67	318.25	372.08	311.67	204.58	314.00	429.17	21.50	44.83	44.08	78.42	138.83	139.33	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	מס' שנים שנתחרו (לפי 12 שנים)
			318	744	935	818	1,570	2,575	151	359	397	784	1,527	1,672	11,850
															יתרת נכס נב"מ -
															2.42
															פחת מו"פ
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	מס' שנים שנתחרו (לפי 12 שנים)
			257	637	1,116	1,247	1,023	1,884	3,004	172	404	441	863	1,666	12,712
															2011
															2.53
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	מס' שנים שנתחרו (לפי 12 שנים)
			280	513	955	1,488	1,558	1,228	2,198	3,433	194	448	485	941	13,721
															2010
															2.67

**נספח 5- נתונים לטבלת רווחיות:**

2010 לאחר נטרול	2010 לפני נטרול	2011	2012	
59,011	72,267	40,703	40,425	מכירות
14,399	27,655	8,237	4,904	EBIT
11,062	24,318	7,279	24,318	רווח נקי
2,079	2,079	1,099	1,344	פחת והפחתות
34,010	34,010	1,885	9,580	תזמ"ז מפעילות שוטפת

**נספח 6- יחסי הון חוזר:**

2010				2011				2012				
רבעון 4	רבעון 3	רבעון 2	רבעון 1	רבעון 4	רבעון 3	רבעון 2	רבעון 1	רבעון 4	רבעון 3	רבעון 2	רבעון 1	
10,791	17,803	19,542	24,131	10,231	10,492	10,996	8,984	10,041	11,434	10,082	8,868	מכירות
6,003	9,506	9,726	11,021	6,270	6,673	6,232	4,912	6,997	6,976	6,265	5,735	עלות המכר
5,686	7,543	8,888	13,006	7,923	8,744	8,573	4,947	6,702	7,840	7,339	6,101	לקוחות
14,457	15,456	16,445	17,389	19,100	18,621	18,614	16,646	16,073	17,444	18,535	19,280	מלאי פתיחה
16,646	14,457	15,456	16,445	19,280	19,100	18,621	18,614	17,164	16,073	17,444	18,535	מלאי סגירה
6,113	4,872	5,175	5,789	4,478	5,213	3,921	5,188	4,779	3,141	3,482	3,410	ספקים
<b>8,312</b>	<b>7,219</b>	<b>7,718</b>	<b>8,212</b>	<b>10,035</b>	<b>9,941</b>	<b>9,692</b>	<b>9,688</b>	<b>8,578</b>	<b>8,033</b>	<b>8,718</b>	<b>9,263</b>	מלאי מתוקן
14457	15456	16445	17389	19100	18621	18614	16646	16,073	17,444	18,535	19,280	מ.פ
6,372	5,626	5,789	6,736	4,242	4,802	4,044	5,150	5,511	3,035	2,866	2,878	קניות
16646	14457	15456	16445	19280	19100	18621	18614	17164	16073	17444	18,535	מ.ס
6,003	9,506	9,726	11,021	6,270	6,673	6,232	4,912	6,997	6,976	6,265	5,735	עלות מכר
<b>4,183</b>	<b>6,625</b>	<b>6,778</b>	<b>7,680</b>	<b>4,062</b>	<b>4,323</b>	<b>4,037</b>	<b>3,182</b>	<b>4,420</b>	<b>4,406</b>	<b>3,957</b>	<b>3,623</b>	ע.המכר מתוקנת
119.90	197.81	217.13	268.12	113.68	116.58	122.18	99.82	111.57	127.04	112.02	98.53	מכירות/ 90
66.70	105.62	108.07	122.46	69.67	74.14	69.24	54.58	77.74	77.51	69.61	63.72	עלות מכר / 90
70.80	62.51	64.32	74.85	47.13	53.36	44.94	57.23	61.23	33.73	31.85	31.97	קניות / 90
47	38	41	49	70	75	70	50	60	62	66	62	ימי לקוחות
125	68	71	67	144	134	140	178	110	104	125	145	ימי מלאי
86	78	80	77	95	98	87	91	78	93	109	107	ימי ספקים

נטרול סכומים לא רלוונטים מע.המכר					
36,256	24,087	25,973			ע. המכר
					תיקונים
7,149	6,095	6,550	שכר		
1,991	1,006	1,246	פחת והפחתות		
1,850	1,381	1,771	אחרות		
10,990	8,482	9,567			
25,266	15,605	16,406			ע. המכר מתוקנת
70%	65%	63%			אחוז מסך ע.המכר
נטרול סכומים לא רלוונטים ממלאי					
16,646	19,280	17,164			מלאי
-8,334	-9,245	-8,586	תוצרת בעיבוד וגמורה		תיקונים -
8,312	10,035	8,578			מלאי מתוקן
50%	52%	50%			אחוז מסך המלאי

2010	2011	2012	
<b>44</b>	<b>66</b>	<b>62</b>	ממוצע ימי לקוחות לפי חישוב שלנו:
47	68	64	לפי הדוח אזרחי
43	67	62	לפי הדוח צבאי
<b>81</b>	<b>93</b>	<b>97</b>	ממוצע ימי ספקים לפי חישוב שלנו:
81	88	95	לפי הדוח אזרחי
81	88	95	לפי הדוח צבאי
<b>83</b>	<b>149</b>	<b>121</b>	ממוצע ימי מלאי לפי חישוב שלנו:

**נספח 7- חישוב שיעור מס:**

ממוצע	2010	2011	2012	
	26,875	8,297	4,466	רווח לפני מס
	4,280	1,018	650	מיסים על ההכנסה
<b>14%</b>	16%	12%	15%	שיעור מס

