



האוניברסיטה העברית בירושלים
The Hebrew University of Jerusalem

האוניברסיטה העברית, ירושלים

קורס הערכת שווי חברות וניתוח דוחות כספיים

15 באוקטובר 2013

ניר יוסף, ערן בן-חורין



תמצית מנהלים

חברת קמטק בע"מ (להלן "החברה") עוסקת בתכנון, פיתוח, ייצור, הרכבה, מכירה וייצוא של מערכות בדיקה אוטומטיות אופטיות.

החברה הינה חברת בת של חברת פריורטק אשר מחזיקה במספר חברות אשר נותנות את השירותים הבאים: פיתוח, ייצור ושיווק של מערכות בדיקה אופטית אוטומטית (AOI) המיועדות לתעשיית המעגלים המודפסים, לתעשיית ה-HDI (מצעים צפופים), יצור לוחות קשיחים וגמישים של מעגלים דו-צדדיים רב שכבתיים, ובהרכבת רכיבים אלקטרוניים על גבי מעגלים מודפסים.

החברה פועלת בתחום הטכנולוגי ההולך ומתרחב, ולכן עליה להיות ערנית ודרוכה לשינויים אשר תופסים תאוצה. החברה משקיעה משאבים רבים; הן בהון אנושי והן במו"פ על מנת להתעדכן ולהתחדש בשינויים ובחידושים הטכנולוגיים. כחלק מפעילותה מנסה החברה להגדיל את נתח השוק שלה, וכן לחדור לשווקים חדשים. החברה ניצבת בפני אתגרים טכנולוגיים ולכן עליה להגביר את קצב צמיחתה.

החברה מציגה בשנים 2010 ו-2011 רווחיות תפעולית יחסית גבוהה (5.53% ו-8.43% בהתאם) אך בשנת 2012 החברה הציגה הפסד תפעולי קטן אשר נבע מקיטון בהכנסות עקב ירידת שערי המט"ח, ניתן לראות כי קשיים אלו העיבו על רווחיות החברה וכי ההתמודדות עימם לא צלחה, אך כפי שיפורט, החברה ביצעה מספר שינויים שלאורם היא צופה צמיחה הדרגתית ברווחיות החברה בשנים הבאות.

במסגרת העבודה סקרנו את הדוחות הכספיים של החברה בשלוש השנים האחרונות, ניתחנו נתונים היסטוריים, ביצענו ניתוח סטטיסטי תוך התבססות על נתוני העבר והשלכה שמרנית, יחסית, על התחזית העתידית. זאת ועוד סקרנו את יתרונה התחרותי של החברה, חסמי הכניסה לענף וכוחות השוק השונים על מנת להגדיר את רוחב החפיר שלה.

ביצענו הערכת שווי בשיטת DCF ומהתוצאות עלה כי הפער בין שווי החברה בפועל לבין החישוב הינו -13%, פער הגיוני לאור הניתוח שביצענו.

בנוסף, הערכנו את שווי החברה בשיטת המכפיל בהתבסס על חברת ההשוואה "אורבוטק בע"מ". החברה היוותה עבורנו חברה מייצגת לכלל השוק. לאור הנתונים שצוינו, ההשוואה הייתה בעייתית ולכן נאלצנו לערוך התאמות במכפיל. על-פי מכפיל הרווח התפעולי, EBIDTA, קיים פער של כ-107% (בפרמיה) בין שווי השוק בפועל לבין החישוב שבוצע.

קשה להסביר את הפערים שהוצגו בשיטות השונות, בעיקר בשל העובדה שבביצוע שיטת המכפילים השתמשנו בנתוני חברה אחת כמייצגת את הענף כולו. כמו כן, העובדה כי החברה הציגה תוצאות רווחיות חריגות השנה גרמה אף היא לעיוות בהערכת שווי החברה בשיטת המכפילים.

תוכן עניינים

1.....	1. פרק ראשון – פרופיל החברה
1.....	1.1 תאור הפעילות העסקית
1.....	1.2 מוצרי החברה
1.....	1.3 לקוחות
2.....	1.4 הון אנושי
2.....	1.5 מימון ומיסוי
2.....	1.6 נתוני שוק
3.....	2. פרק שני – ניתוח נתונים היסטוריים
3.....	2.1 הצגת מאזן החברה (בדולר \$)
3.....	א. מאזן חשבונאי
4.....	ב. מאזן תפעולי
5.....	2.2 דו"ח רווח והפסד (בדולר \$)
5.....	תמצית דוח רווח והפסד
6.....	2.3 טבלת רווחיות
6.....	2.4 ניתוח CAPEX
7.....	תזרים חופשי מפעילות
8.....	2.5 חישוב ROC וטבלת "מורנינגסטאר" :
8.....	2.6 פירוק ROC לשני רכיבים :
8.....	ניתוח מרכיבי ה-ROC בשנים 2011-2012
9.....	2.7 ניתוח ההון החוזר
10.....	3. פרק שלישי – ניתוח 5 הכוחות של פורטר והיתרון התחרותי של החברה
10.....	3.1 כוח הספקים
10.....	3.2 כוח הלקוחות
10.....	3.3 איום כניסה של מתחרים חדשים
11.....	3.4 איום של תחליפים
11.....	3.5 עוצמת התחרות בין המתחרים הקיימים
11.....	3.6 רוחב החפיר והיתרון התחרותי
12.....	4. פרק רביעי – הערכת שווי
12.....	4.1 טבלת DCF
12.....	4.2 בחירת שיעור רווחיות תפעולית
13.....	4.3 ניתוח מכירות ושיעור צמיחה
13.....	4.4 ניתוח CAPEX
14.....	4.5 בחירת שיעורי המס
14.....	4.6 תחזית הון חוזר
15.....	4.7 מציאת WACC
15.....	1. מציאת הביטא
15.....	2. מציאת ה-RE
15.....	3. מציאת ה-WACC
16.....	4.8 בחירת ROC, RR שנה טרמינלית
16.....	4.9 שווי כלכלי ראוי להון העצמי
16.....	4.10 טבלת רגישות WACC ושיעורי צמיחה – G
16.....	שווי חברת קמטק
16.....	תוצאות DCF
17.....	פער ב-%

18.....	5. פרק חמישי – הערכת שווי בשיטת המכפילים
18.....	5.1 חישוב המכפילים על-פי חברת "נובה בע"מ" כמייצגים עבור כלל הענף :
19.....	5.2 שימוש במכפילים שהתקבלו לביצוע הערכת שווי לחברת קמטק.....
19.....	לפי מכפיל רווח נקי
19.....	לפי מכפיל רווח תפעולי (EBIT)
19.....	לפי מכפיל רווח תפעולי (EBITDA)
19.....	5.3 פנדמנטלס.....
20.....	5.4 תוצאות הערכת שווי בשיטת המכפילים
21.....	נספחים

1. פרק ראשון – פרופיל החברה

1.1 תאור הפעילות העסקית

קמטק בע"מ (להלן – החברה) נוסדה בשנת 1987, עוסקת בתכנון, פיתוח, ייצור ושיווק של מערכות בדיקה אוטומטיות אופטיות (AOI) מערכות הבדיקה של החברה מזהות פגמים במהלך הייצור ובכך מייעלות את התהליך ומגבירות את התפוקה. מערכות החברה משמשות יצרנים בתעשיית המעגלים המודפסים, יצרני מצעי חיבור בצפיפות גבוהה, יצרני המוליכים למחצה ואת תעשיית ההרכבות. החברה רשומה כחברה דואלית, מניותיה נסחרות הן בבורסה בתל אביב והן בנאסד"ק. בעלת השליטה ב-חברה הינה החברה הציבורית פריורטק. החברה אינה מפרסמת את דוחותיה בישראל.

1.2 מוצרי החברה

מוצרי החברה מתאפיינים בעיקר ביכולת לגלות פגמים בשלבים מוקדמים של תהליך חיתוך השבב המאפשרות בדיקת מוצרים בסריקה דו ממדית, תלת ממדית ומדידות אופטיות וכן חיתוך סיליקון לחלקים קטנים. לחברה מספר מערכות אשר מסוגלות לבצע את הבדיקות והחיתוכים כדוגמת: מערכת מקו מוצרי הפלקון (FALCON) אשר הינו בעל יכולת לגלות פגמים בשבבים כאשר הינם עדיין בתבנית פרוסות הסיליקון לפני החיתוך לשבבים בודדים וכן מערכת ה – MC600 אשר משמשת לחיתוך לחלקים קטנים של פרוסות סיליקון. החברה נותנת בנוסף גם שירותי תמיכה לכל מוצריה שירותים אלו פרוסים ברחבי העולם כדי לתת מענה מידי לכל בעיה שתתעורר. למוצרי החברה ישנו ביקוש הולך וגובר כיוון שמגמת מזעור הרכיבים והגדלת מספר השכבות מצריך תהליכי בדיקה אוטומטיים לגילוי פגמים ואבטחת איכות בשלבים מוקדמים של התהליך.

1.3 לקוחות

לקוחות החברה הינם יצרנים בתעשיית המעגלים המודפסים ובתעשיית המוליכים למחצה, רוב לקוחות החברה הינם לקוחות מחו"ל, רוב הלקוחות הינם מהמזרח (סין, קוריאה וטיוואן), כיוון שמדובר בשוק קטן יחסית אשר מרוכז בעיקר במזרח. למרות שמדובר בשוק יחסית קטן למוצרי החברה יש פוטנציאל גבוה כיוון שלכל לקוח יש צורך בקניית מספר רב של מכשירים. לחברה ישנם גם לקוחות בארה"ב ובאירופה.

1.4 הון אנושי

החברה מעסיקה נכון לסוף שנת 2012 כ- 485 עובדים, החברה מנוהלת על ידי מנכ"ל החברה מר רוי פורת אשר תחתיו נפרסים כל זרועות החברה –פיתוח , משאבי אנוש, כספים וכו'. תהליך הגיוס וההכשרה של עובד בתחום הפיתוח עד להכשרתו כמפתח בעל הידע הנדרש הינו ייחודי ונמשך זמן רב, החברה מקימת מערך הדרכה מסודר עבור הכשרת עובדיה ומשקיעה בכך לא מעט כספים.

בשם החברה רשומים כ- 75 פטנטים במספר מדינות וכן ישנם כ- 180 בקשות לרישום פטנטים.

1.5 מימון ומיסוי

- השקעותיה של קמטק במפעלה בוצעו במסגרת מסלול ההטבות החלופי ובמסגרת מעמד של מפעל מוטב על פי החוק, כפי שתוקן בחודש אפריל, 2005. בעקבות זאת זכאית קמטק, בהתקיים התנאים הנקובים בכתב האישור, לפטור מלא ממיסים מהכנסותיה שינבעו מהמפעל המאושר במשך עשר שנים, החל מהשנה בה תהיה למפעל לראשונה הכנסה חייבת. תקופת ההטבות בשל תוכנית ההשקעות הראשונה של קמטק הסתיימה. תקופת ההטבות בשל תוכנית ההשקעות השניה הסתיימה בשנת 2007 ואילו תוכנית ההשקעות השלישית שנפתחה במעמד של מפעל מוטב תסתיים בשנת 2014.
- החברה הינה "חברה תעשיית" בהתאם לחוק לעידוד התעשייה (מיסים) תשכ"ט - (1969) ובתוקף זה היא זכאית לניכוי פחת בשעורים מוגדלים, ולניכוי הוצאות הנפקה של ניירות ערך שלה בשלשה שיעורים שנתיים שווים וכן לניכוי של הוצאות בגין רכישת פטנטים או ידע המשמשים לפיתוחו או לקידומו של המפעל על פני 8 שנים .

1.6 נתוני שוק

מניית החברה נסחרת בבורסת תל אביב ובבורסה בניו יורק (הנאסד"ק), שווי השוק של החברה נכון ליום 31.12.2012 הינו כ- 152,037 אש"ח. ההון הרשום למסחר הינו 29,717,964 מיליון. מחזור העסקאות הממוצע(ביחידות) : 27,432 ע.ג.

נפח מסחר ממוצע (באש"ח) : 78,000 אש"ח.

2. פרק שני – ניתוח נתונים היסטוריים

2.1 הצגת מאזן החברה (בדולר \$)

<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>		<u>2010</u>	<u>2011</u>	<u>2012</u>	א. מאזן חשבונאי
			התחייבויות				נכסים
			התחייבויות שוטפות				רכוש שוטף
1,409	3,000	4,160	הלוואות לזמן קצר	9,577	22,185	18,867	מזומנים ושווי מזומנים
9,761	6,773	7,610	ספקים ונותני שירותים	-	4,100	7,160	פקדונות לזמן קצר
433	1,700	1,592	חלויות שוטפות	28,817	25,451	23,076	חייבים נטו
21,408	21,568	13,850	התחייבויות אחרות לזמן קצר	24,034	24,355	18,335	מלאי
				384	388	391	חברות כלולות
				2,414	3,357	2,210	נכסים שוטפים אחרים
				54	110	367	נכס מס נדחה
33,011	33,041	27,212	סה"כ התחייבויות שוטפות	65,280	79,946	70,406	סה"כ נכסים שוטפים
			התחייבויות לזמן ארוך				רכוש קבוע
758	2,092	500	הלוואות לזמן ארוך	26,485	26,580	28,830	עלות
626	652	710	התחייבות לסיום יחסי עובד מעביד	11,408	12,003	13,008	פחת נצבר
7,884	9,039	10,249	התחייבויות אחרות לזמן ארוך	15,077	14,577	15,822	רכוש קבוע נטו
9,268	11,783	11,459	סה"כ התחייבויות לז"א	5,182	1,954	7,090	מלאי לטווח ארוך
42,279	44,824	38,671	סה"כ התחייבויות	2,304	-	729	פקדונות לזמן ארוך
				152	132	107	נכס מס נדחה
53,992	59,933	60,337	הון עצמי	460	304	304	נכסים אחרים
				4,163	4,191	2,971	נכסים בלתי מוחשיים נטו
				3,653	3,653	1,579	מוניטין
				15,914	10,234	12,780	
96,271	104,757	99,008	סה"כ התחייבויות	96,271	104,757	99,008	סה"כ נכסים

2010 2011 2012
0.78 0.75 0.64

מינוף פיננסי D/E

<u>2011</u>	<u>2012</u>		<u>2011</u>	<u>2012</u>	ב. מאזן תפעולי
			26,285	26,756	נכסים פיננסיים נטו (א)
			14,577	15,822	רכוש קבוע
			7,844	4,550	נכסים בלתי מוחשיים נטו
		הון עצמי	11,227	13,209	הון חוזר תפעולי
59,933	60,337		59,933	60,337	

ביאורים:

א. נכסים פיננסיים נטו

<u>2011</u>	<u>2012</u>	
22,185	18,867	מזומנים ושווי מזומנים
14,577	15,822	פקדונות
10,477	7,933	התחייבויות פיננסיות
26,285	26,756	

ב. נכסים תפעוליים נטו

<u>2011</u>	<u>2012</u>	
26,309	25,425	מלאי
25,451	23,076	חייבים נטו
242	474	מסים לקבל
7,844	4,550	נכסים בלתי מוחשיים
3,661	2,514	נכסים אחרים
388	391	חברות כלולות
14,577	15,822	רכוש קבוע
7,844	4,550	נכסים בלתי מוחשיים נטו
86,316	76,802	
		התחייבויות תפעוליות
6,773	7,610	ספקים ונותני שירותים
38,051	31,061	זכאים ויתרות זכות
44,824	38,671	סה"כ התחייבויות תפעוליות
41,492	38,131	

הערות:

- ככלל החברה מממנת את פעילותה בעיקר ע"י הלוואות, מה שמעלה את הסיכון של החברה ואת ה-WACC שלה.
- ניתן לראות כי בשנים אלו החברה שומרת על יחס מינוף יציב ומתחיל בירידה מתונה.

2.2 דו"ח רווח והפסד (בדולר \$)

2008	2009	2010	2011	2012	הערות	
						הכנסות
62,135	39,196	70,235	88,404	66,629	(א)	מכירות
13,328	14,325	17,545	18,624	17,618		שירותים
75,463	53,521	87,780	107,028	84,247	(ב)	
						עלות המכר
37,073	25,069	38,464	48,039	35,908		עלות מוצרים
10,542	10,970	10,897	11,549	11,574		עלות שירותים
47,615	36,039	49,361	59,588	47,482	(ג)	
27,848	17,482	38,419	47,440	36,765		רווח גולמי
						הוצאות
12,801	10,319	12,906	14,077	12,916		מו"פ
24,834	17,667	20,662	24,341	21,138		הוצאות מכירה הנהלה וכלליות
-	-	-	-	3,031		ירידת ערך בגין מוניטין ונכסים בלתי מוחשיים אחרים
37,635	27,986	33,568	38,418	37,085		סה"כ הוצאות תפעול
-	-	-	-	-		
9,787	10,504	4,851	9,022	20		רווח תפעולי
1,000	952	1,478	2,900	233		הוצאות מימון
8,787	11,456	3,373	6,122	213		רווח לפני מס
-	-	-	-	-		
770	386	557	744	210		הוצאות מס
9,557	11,842	2,816	5,378	3	(ד)	רווח נקי

תמצית דוח רווח והפסד

	2010	2011	2012	
	87,780	107,028	84,247	מכירות שנתי
	5.53%	8.43%	-0.02%	רווחיות תפעולית
	4,851	9,022	-20	EBIT
	7,113	11,388	2,105	EBITDA
	2,262	2,366	2,125	פחת שנתי
	2,816	5,378	3	רווח נקי

הערות:

- א. במכירות המוצרים לענף המוליכים למחצה נרשמה ירידה של בגלל האטה בשוק זה. לעומת זאת, במכירות המוצרים לשוקי המעגלים המודפסים חלה עלייה.
- ב. ירידה של כ-21% בהכנסות 2012 לעומת 2011.
- ג. ירידה של כ-23% בעלות המכר 2012 לעומת 2011 כך שהרווח הגולמי כמעט ולא השתנה בין 2012 ל-2011.
- ד. ירידה של כ-99.9% ברווח הנקי ב-2012 לעומת 2011. הסיבה לירידה החדה היא משום שהוצאות התפעול נשארו כמו ב-2012 ולא פחתו עם הקיטון בהכנסות.

2.3 טבלת רווחיות

ממוצע	טבלת רווחיות \$			
	2010	2011	2012	
43.91%	43.77%	44.32%	43.64%	רווחיות גולמית
7.08%	8.10%	10.64%	2.50%	רווחיות תפעולית לפני פחת
4.64%	5.53%	8.43%	-0.02%	רווחיות תפעולית
2.75%	3.21%	5.02%	0.00%	רווחיות נקיה
24.67%	25.00%	24.00%	25.00%	שיעור מס

2.4 ניתוח Capex

2008	2009	2010	2011	2012	
75,463	53,521	87,780	107,028	84,247	מכירות שנתי
1,949	2,140	2,262	2,366	2,125	פחת שנתי
2,000	2,000	1,545	1,166	3,673	השקעה ברכוש קבוע שנתי
79,412	57,661	91,587	110,560	90,045	

תזרים חופשי מפעילות

2010	2011	2012	
87,780	107,028	84,247	מכירות שנתיות
5.53%	8.43%	-0.02%	שיעור רווחיות תפעולית
4,851	9,022	-20	EBIT מקורי
-11,146	-12,044	-13,687	התאמות
-6,295	-3,022	-13,707	EBIT מתואם
25.00%	24.00%	25.00%	שיעור מס
-4,721	-2,297	-10,280	NOPLAT מתואם
2,262	2,366	2,125	פחת שנתית
-2,459	69	-8,155	תזרים לפני השקעות
1,221	95	2,250	NET CAPEX
40,626	-13,128	19,229	השקעה בהון חוזר תפעולי
41,847	-13,033	21,479	השקעה ברוטו
39,388	-12,964	13,324	תזרים חופשי מפעילות FCFF

א התאמת EBIT

2010	2011	2012	
4,851	9,022	-20	EBIT מקורי
12,906	14,077	12,916	הוצ' מו"פ השנה
24,052	26,121	26,603	הפחתות מו"פ בגין נכסי מו"פ ישנים
-6,295	-3,022	-13,707	EBIT מתואם

ב השקעה בהון חוזר תפעולי

2010	2011	2012	
40,626	-13,128	19,229	הון חוזר
18,860	-53,754	32,357	שינוי בהון חוזר

2.5 חישוב ROC וטבלת "מורניגסטאר":

הערות	ממוצע	2010	2011	2012	
		4,851	9,022	-20	רווח תפעולי לשנה
		25%	25%	25%	אחוז מס לשנה
בגלל מגן המס		3,638	6,767	-15	רווח בניכוי מס
		53,992	59,933	60,337	הון עצמי
	0.08	0.08985	0.15053	-0.00033	חישוב ROC לפני מס
	0.06	0.067385	0.112901	-0.00025	חישוב ROC לאחר מס

הערות:

- מבחינה של השנים 2010-2012 ניתן לראות שינויים חדים בשיעורי ה-ROC, רווחיות תפעולית, רווחיות גולמית, יחס בין תזרים חופשי מפעילות למכירות.
- בשנת 2011 יש גידול ברווח בשיעור הרווח הנקי, אולם הדבר נובע בעיקר מקיטון בהוצאות התפעוליות באותה שנה.

2.6 פירוק ROC לשני רכיבים:

$$ROC = (1 - T) * \left\{ \frac{\text{ר"ג}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{שיווק ה}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הנהלה ה}}{\text{הכנסות}} \right\} * \left\{ \frac{1}{\text{נכסימתפעול} + \text{הוןחוזר}} \right\}$$

הכנסות

נציב בשנת 2012 במשוואה:

$$-0.4366 = (1 - 0.25) * \{0.0033 - 0.227426\} * \left\{ \frac{1}{0.15679 + 0.228246} \right\}$$

נציב בשנת 2011 במשוואה:

$$7.74425 = (1 - 0.25) * \{0.052 - 0.2353839\} * \left\{ \frac{1}{0.1049 - 0.12266} \right\}$$

ניתוח מרכיבי ה-ROC בשנים 2011-2012:

- **רווחיות גולמית** - ניתן לראות ירידה ברווחיות הגולמית. ירידה ברווחיות הגולמית יכולה להעיד על בעיה בייצור וכן על בעיה מול חלק מהספקים. וכן עקב האטה במכירות בתחום המעגלים המודפסים.
- **הוצאות שיווק** - פעילות השיווק בחברה נעשית ע"י חברה בת ולא ע"י החברה עצמה ולכן לא נלקחו בחשבון הוצאות שיווק
- **הוצאות הנהלה וכלליות** - ישנו קיטון לא מהותי בהוצאות הנהלה וכלליות בין השנים 2011-2012 ביחס למכירות. קיטון זה, ייתכן ומעיד על התייעלות תפעולית.

- **נכסים תפעוליים אחרים** - יש גידול בנכסים התפעוליים האחרים, שכן ההשקעה ב-2011 קטנה מההשקעה ב-2012.

2.7 ניתוח ההון החוזר

- **ימי לקוחות**

שנה	2010	2011	2012
ימי לקוחות	112	110	116

- ניתן לראות כי ימי הלקוחות נשמרים ביחס קבוע. נראה כי ימי הלקוחות של החברה די גבוהים.
- ימי הלקוחות נלקחו מדוח ההנהלה של פריורטק חברת האם של קמטק.

- **ימי ספקים**

שנה	2010	2011	2012
ימי ספקים	57	60	56

- הפער בין ממוצע היקף ימי אשראי לקוחות לבין ממוצע ימי ספקים נובע בין היתר מאופי תחום פעילותה של החברה והשווקים בהם היא פועלת. קמטק עובדת עם מספר ספקים מצומצם ואף עם ספקים וקבלני משנה יחידים, דבר אשר גורם להחזיק יותר מלאי על מנת לעמוד בביקושים בכל עת.
- ימי הספקים נלקחו מדוח ההנהלה של פריורטק חברת האם של קמטק.

- **ימי מלאי**

שנה	2010	2011	2012
ימי מלאי	213	159	193

- לפי דוחות כספיים של החברה האם (פריורטק) ימי הלקוחות לשנת 2012 הינם 397, חישוב זה נובע ככל הנראה מכך שהחברה מחשבת ימי מלאי לפי שלבי מלאי שונים הכוללים מלאי חומרי גלם, מלאי מוצרים מוגמרים, מלאי בהרכבה.
- בשנת 2012 התקבלה החלטה אסטרטגית של החברה להפסיק תמיכה במוצרים מיושנים מקו המוצרים של חברת סלע (חברת בת), דבר שגרם להפחתה במלאי לסוף השנה.
- ניתן לראות כי ימי המלאי גדלים והם מאוד גבוהים. אחת הסיבות לכך, היא ירידה ברווח הגולמי של החברה במהלך השנים 2010-2012 מה שגורם למצבור מלאי במחסני החברה, הן מלאי חלקי חילוף הן מלאי חומרי-גלם והן מלאי מוגמר.
- כמו כן, יש מספר מפיצים בחו"ל שעקב המשבר הכלכלי שחל בחלק ממדינות אירופה נאלצים להזמין כמויות קטנות יותר ממה שהיו נוהגים להזמין בעבר, דבר המשפיע על גידול ימי המלאי.

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

מודל חמשת הכוחות של פורטר מבקש להתאים את האסטרטגיה העסקית של הארגון על בסיס ניתוח מבנה השוק והדרך בה הוא משתנה, פורטר טוען כי ישנם חמישה כוחות עיקריים המעצבים את השוק: כח הספקים, כח הלקוחות, איום כניסה של מתחרים חדשים, איום של תחליפים ועוצמת התחרות בין המתחרים הקיימים.

3.1 כוח הספקים

קמטק רוכשת ממספר מצומצם של ספקים וקבלני משנה יחידים, רכיבים ומכלולים ייחודיים המתוכננים ומיוצרים במיוחד על פי מפרטיה. בחלק מהמקרים אין לקמטק הסכמים ארוכי טווח עם הספקים, אם יקלע אחד מהספקים לקשיים או במקרה של ביקוש גדול, לא יוכל לספק את מוצריו והחברה עלולה להינזק מחוסר יכולת לספק מכוונות ללקוחות. כמו כן, אי חידוש הסכמים או ביטולם עלול להשפיע מהותית על החברה. כדי להימנע ממצב של שיבוש אפשרי בהספקת חומרי הגלם, קמטק מקפידה להחזיק בידיה מלאי חומרי גלם המספיק לתקופה של מספר חודשים.

מהניתוח לעיל ניתן לומר כי לחברה תלות גבוהה בספקי הרכיבים איתם היא עובדת.

3.2 כוח הלקוחות

לקוחותיה של החברה הינם יצרנים בתעשיית המעגלים המודפסים ובתעשיית המוליכים למחצה. רבים מלקוחותיה מספר מפעלי ייצור הממוקמים במדינות שונות- מוצרי החברה נמכרים לחברות הנמצאות באסיה (בעיקר סין, הונג קונג, סינגפור, טייוואן, יפן וקוריאה), צפון אמריקה ואירופה. לחברה אין תלות בלקוח בודד מהותי, אך מרבית לקוחותיה ממוקמים במרכזי הייצור של תעשיות המוליכים למחצה והמעגלים המודפסים באסיה, ארה"ב ואירופה. החברה מציעה ללקוחותיה מגוון רחב של מערכות ומוצרים נלווים בתוך כל אחד מתחומי פעילותה, מוצרים המיועדים לתעשיית המוליכים למחצה (Semiconductor) ומוצרים המיועדים לתעשיית המעגלים המודפסים (PCB).

לגבי יכולת הלקוחות אל מול החברה, מצד אחד יקר להחליף את מערכת הבדיקה (הכשרת אנשים, שינוי דרכי עבודה) ולכן כח המיקוח של הלקוחות מול חברת קמטק הינו קטן, מצד שני הלקוחות לא בהכרח מעוניינים דווקא במערכות של החברה ויכולים לבחור ספק אחר אשר יענה לדרישותיהם, כמו כן הלקוחות מנצלים את התחרות בשוק על מנת לנסות להוריד מחירים. יש לציין כי רוב לקוחות החברה הינם בארצות זרות ולא בשוק המקומי כך שלחברה סיכון בגין שינויי מט"ח.

3.3 איום כניסה של מתחרים חדשים

חסימי הכניסה לענף הינם גבוהים, שכן לפיתוח וייצור מוצרים בתחום הפעילות של החברה נדרשות השקעות נרחבות בפיתוח מוצרים מורכבים מבחינה טכנולוגית, בנוסף, חדירה לפעילות בתחום זה מצריכה השקעה נרחבת בבניית מערך שיווק, מכירות ותמיכה גלובליים. כמו כן,

תהליכי המכירה של מוצרים חדשים ארוכים יותר בשל הצורך של הלקוחות לבצע בחינה ואישור למוצרים הללו, תהליך היכול להימשך בין שישה לתשעה חודשים. תהליך המו"פ ארוך ויקר עד להשלמת המוצר, השוק רווי במלחמות על פטנטים וקשה לפתח חלופה מקורית. על כן לא נראה כי יש סכנה ממשית של כניסת מתחרים חדשים. חסמי יציאה מהענף גבוהים גם כן היות וקיימת מחוייבות להסכמי תחזוקה שנתיים וערך מימוש המלאי נמוך.

3.4 איום של תחליפים

רוב השווקים בהם פועלת קמטק הינם שווקים המציעים חלופות למוצרי החברה ולשירותיה, עם זאת התחליפים הינם מצומצמים ביותר. קמטק דואגת למצב את עצמה כמותג עיקרי בתחום, תוך רמת שירות ומוצרים מעולים. כתחליף למערכות הבדיקה האוטומטיות של מעגלים מודפסים (PCB), קיימת אפשרות של בדיקה דינמית אך אופציה זו פחות מדוייקת, יותר איטית ויותר יקרה. האטה בקצב הגידול של מוצרים אלקטרוניים ושימוש במעגלים מודפסים עשוי להשפיע לרעה על התפתחותה של החברה.

3.5 עוצמת התחרות בין המתחרים הקיימים

ישנה רמת תחרות שונה בכל השווקים הטכנולוגיים בהם קמטק פועלת: מעט מתחרים ותיקים וחזקים (בעיקר Orbotech), תנודתיות וצמיחה לא גבוהה של הענף, רמת בידול נמוכה, מעט לקוחות גדולים - כתוצאה מכך החברות נלחמות על כל לקוח ומנסות למשוך לקוחות לקוחות לטווח ארוך ע"י סגירת חוזים עם סעיפים מיטיבים הכוללים, מתן שיעור הנחה גבוה יותר ככל שמשך ההתקשרות ארוך יותר וכן שיעור הנחה משתנה, הגדל במשך שנות ההתקשרות.

3.6 רוחב החפיר והיתרון התחרותי

בהסתמך על 5 הכוחות של פורטר, ניתן להעריך את "רוחב החפיר" של חברת קמטק בע"מ כ"בינוני", היות וחברות מתחום האלקטרוניקה מסתמכות על חסמי כניסה גבוהים לענף הכוללים השקעות גבוהות לשם רכישת ציוד אלקטרוני מתקדם, השקעה במו"פ, אך לא פחות חשוב מכך השקעה בהון אנושי שנצמח בחברה ומאפשר לחברה ליצור פער טכנולוגי מול החברות המתחרות. הדבר גם מונע מיזמים חדשים לקנות מכונות ו"להתחיל לעבוד". הצירוף של הון אנושי והמוניטין שצברה החברה מאפשרים לה להמשיך לבסס את עצמה בשווקים.

כפי שחושב בסעיף 2 בטבלת ה DCF, בסעיף 4.1 - ה ROC של חברת "קמטק" עומד על 7% למשך תקופת התחזית, דבר המצביע על חפיר בינוני-גבוה.

4. פרק רביעי – הערכת שווי

4.1 טבלת DCF

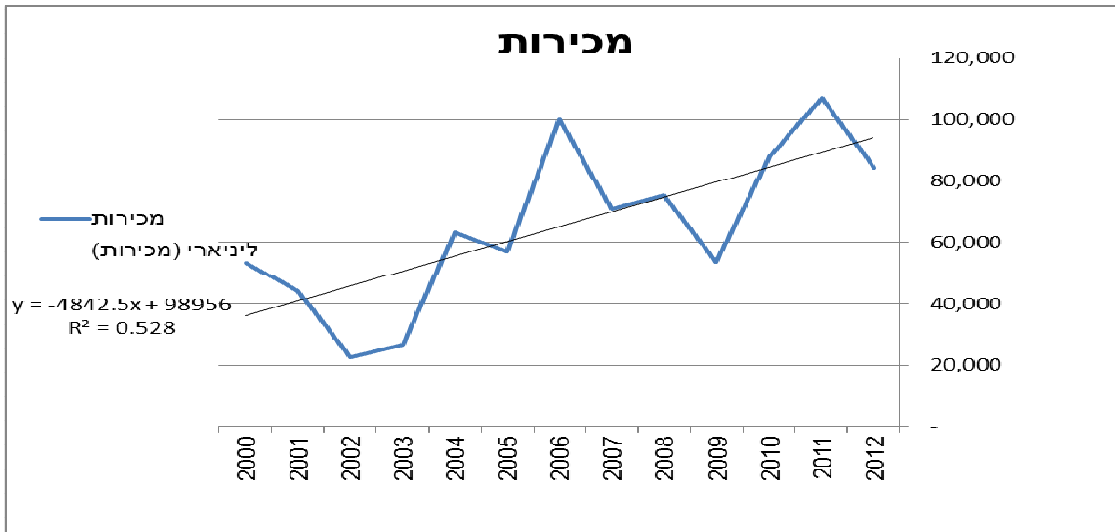
שנה טרמינלית							
2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	צמיחה
100,595	97,665	94,821	92,059	89,378	86,774	84,247	מכירות
4.64%	4.64%	4.64%	4.64%	4.64%	4.64%	4.64%	שיעור רווחיות תפעולית
4,672	4,536	4,404	4,275	4,151	4,030	-20	EBIT
25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	שיעור מס על הרווח התפעולי
3,504	3,402	3,303	3,206	3,113	3,022	-15	EBIT(1-t)
							2.48%-CAPEX
	2,352	2,283	2,217	2,152	2,089		ממכירות שנה קודמת
834							השקעה בהון חוזר כ- 19% מהגידול
	540	525	509	495	480		במכירות
3,504	510	495	480	466	453		FCFF
34,877	282	308	337	368	402		(12.56%) WACC
36,575							שווי החברה
							קפיטל
	2,892	2,808	2,726	2,647	2,570		סה"כ השקעות
	51,773	48,881	46,073	43,347	40,701	38,131	קפיטל סוף שנה
	6.96%	7.17%	7.40%	7.65%	7.93%		ROC
						23.8%	RR

4.2 בחירת שיעור רווחיות תפעולית

ממוצע	2010	2011	2012
4.64%	5.53%	8.43%	-0.02%

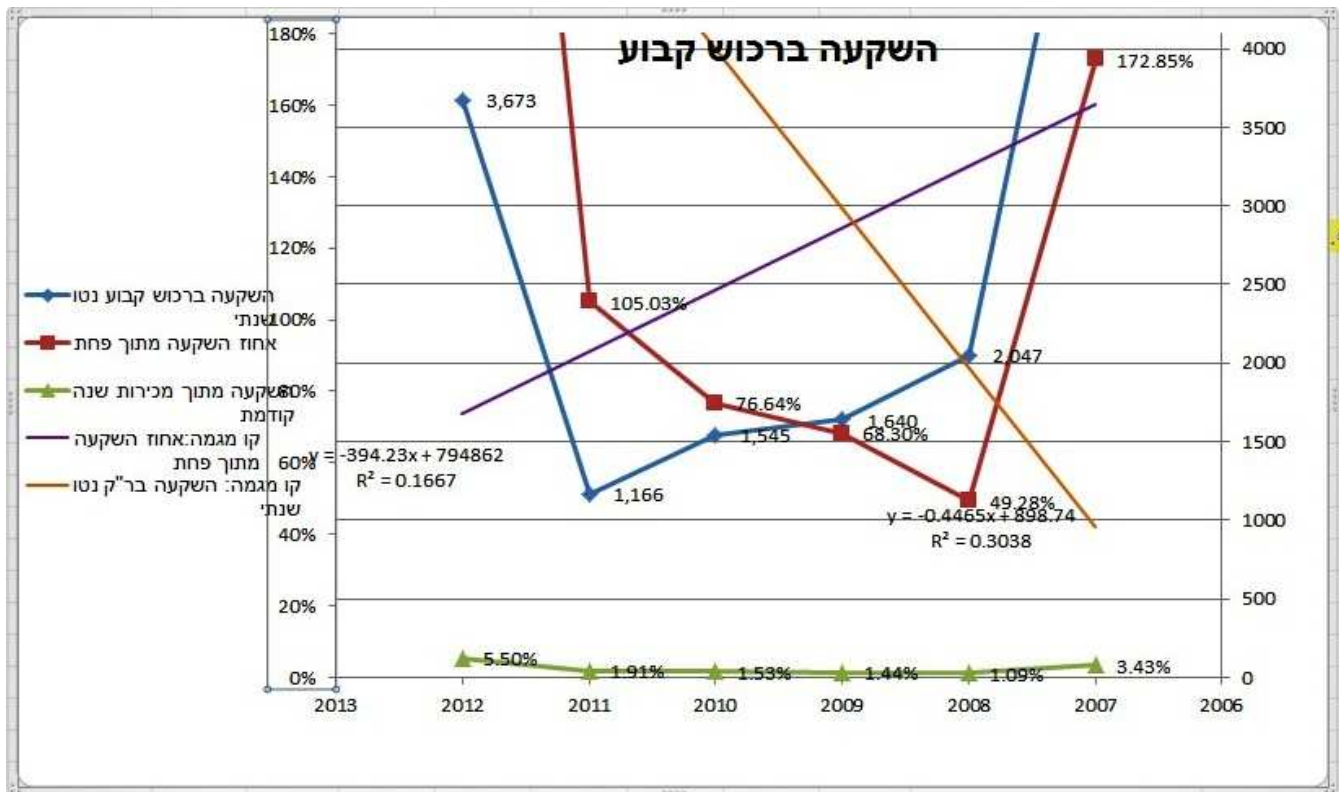
- הסיבה לבחירת שיעור רווחיות ממוצע הינה הגישה השמרנית בה נקטנו הנובעת מהשוונות הגדולה בין שיעורי הרווחיות על פני השנים. אנו צופים המשך אי ודאות בחברה עם זאת נראה כי החברה תמשיך בניסיונותיה לנסות ולשווק מוצרים ביתר שאת ברחבי העולם.

4.3 ניתוח מכירות ושיעור צמיחה



- גידול ממוצע באחוזים בשנים 2001-2004 22.6%
- גידול ממוצע באחוזים בשנים 2005-2008 10.7%
- גידול ממוצע באחוזים בשנים 2009-2012 8.9%

4.4 ניתוח CAPEX



שנה	2012	2011	2010	2009	2008	2007	ממוצע
השקעה ברכוש קבוע נטו שנתי	3,673	1,166	1,545	1,640	2,047	5,885	
השקעה מתוך מכירות שנה קודמת	3.43%	1.09%	1.44%	1.53%	1.91%	5.50%	2.48%
אחוז השקעה מתוך פחת	172.85%	49.28%	68.30%	76.64%	105.03%	450.27%	153.73%

מניתוח נתוני החברה נראה כי מגמת ההשקעה ביחס למכירות החברה הינו די יציב אם כי בשנת 2012 הייתה עלייה קיצונית. בנוסף ניתן לראות מגמה זהה גם בהשקעה למול הוצאות הפחת השנתיות.

4.5 בחירת שיעורי המס

לצורך בחינת שיעור המס נעזרנו בדוחותיה הכספיים של החברה וכן בפקודת מס הכנסה.

- במקרה קמטק תחלק דיבידנד מהכנסות שהופטרו ממס כאמור לעיל, יהיה עליה לשלם מס חברות בשיעור של 25% בתוספת ריבית והפרש הצמדה. קמטק החליטה שלא לחלק דיבידנד מההכנסות האמורות ולפיכך לא נרשמה כל התחייבות למס נדחה בשלהן. סך הטבות המס מהן נהנתה קמטק בשל הפטור האמור מגיע, לתאריך המאזן, לכדי 6.9 מיליון דולר של ארה"ב לא כולל ריבית.
- (על פי חוק מס הכנסה) תיאומים בשל אינפלציה, (התשמ"ה, 1985 - נמדדו ההוצאות לצרכי מס, של החברה ושל חברות מאוחדות, על בסיס מותאם בהתאם לשינויים במדד המחירים לצרכן. תחולתו של חוק זה הוגבלה, לאחר תאריך המאזן, בתיקון לחוק אשר אושר על ידי הכנסת בחודש פברואר 2008 החל משנת 2008 תימדדנה התוצאות לצרכי מס על-בסיס נומינלי, בהתאמות מסויימות הנובעות מהוראות המעבר שנקבעו בתיקון.
- שומות מס הכנסה: לקמטק שומות מס סופיות עד וכולל שנת המס 2007.
- במהלך השנים 2010 ו 2011 - שיעורי המס שחלו על החברה היו, 25% ו 24% - בהתאמה. כמו כן, במסגרת החוק לשינוי נטל המס) תיקוני חקיקה, (התשע"ב, 2011- בוטל מתווה הפחתת מס החברות אשר נקבע במסגרת חוק ההתייעלות הכלכלית) תיקוני חקיקה ליישום התכנית הכלכלית לשנים 2009 ו-2010
- בהתאם לאמור לעיל, החל משנת 2012 ואילך יעמוד שיעור מס החברות על 25%.

4.6 תחזית הון חוזר

ניתחנו את ההון החוזר של חברת קמטק במהלך השנים 2009-2012 כדי לנסות ולמצוא מגמה מסוימת. נראה כי אם עורכים ממוצע בשנים הללו, הרי שהשינוי בהון החוזר הינו 35%- נתון המצביע על בעייתיות הן במכירות והן בהון החוזר, דבר המצביע על בעיית העסק החי. לכן, בחנו את הנתונים בממוצע של ערך מוחלט, כדי לחפש מגמה נוספת, לפיהם הגענו לשינוי של 72%. נראה כי ההשפעות המתמטיות משפיעות באופן משמעותי על השינוי בהון החוזר. לאור הבעייתיות בשנים 2009-2012, והעובדה כי אנו צופים גידול במכירות החל משנת 2012.

זה הנתון שבו השתמשנו לצורך ביצוע תחזית להון חוזר ב- DCF.

4.7 מציאת WACC

לצורך מציאת ה-WACC ביצענו שלושה שלבים:

1. מציאת הביטא:

מתוך דמודרן מצאנו את הביטא הלא ממונפת המתאימה לענף של ייצור, הרכבה, שיווק ומכירה של מוצרים בתחום אלקטרוניקת ההספק. הצבנו בנוסחה הבאה כדי לחשב את הביטא הממונפת שמתאימה לחברת קמטק:

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

הסבר	ערך	נתון
מתוך דמודרן	1.08	ביטא לא ממונפת
מתוך המאזן התפעולי- יש לנו נכס פיננסי נטו ולא חוב פיננסי	0	D
מתוך המאזן התפעולי	60,337	E

בסופו של דבר מתקבלת התוצאה: ביטא ממונפת 1.08. הביטא הלא ממונפת שווה לביטא הממונפת משום שאין לחברת קמטק חוב פיננסי בנטו.

2. מציאת ה-RE

השתמשנו בנוסחה הבאה לצורך מציאת ה-RE:

$$RE = R_f + B * \{ E (r_m) - R_f \}$$

מתקבל 12.56% Re

הסבר	ערך	נתון
מוצע של שחר ל10 שנים	4.7%	Rf
מצאנו בשלב קודם	1.08	ביטא
	7.28%	E(Rm)-Rf

3. מציאת ה-WACC:

על ידי הצבת כל הנתונים של השלבים הקודמים מתקבל כי WACC=12.56%. למעשה מכיוון שלחברת קמטק אין חוב, אזי מחיר ההון שווה לסיכון התפעולי.

4.8 בחירת ROC, RR שנה טרמינלית

ניתן לראות מגמה יציבה של ה-ROC במהלך השנים. עבור השנה הטרמינלית בחרנו ב-ROC 7%, כיוון שנראתה מגמה יציבה הנעה סביב האחוז הנ"ל. הנחנו כי שיעור הצמיחה הינו 3% ובהתאם לכך ה-RR שהתקבל הוא 23.8%. ניתן לראות כי המרווח בין ה-ROC לבין ה-WACC הינו מרווח יחסית קטן וזאת מהסיבות הבאות: לחברה אין חוב ולכן $RA=RE$, רוחב החפיר רחב וצפויה צמיחה הדרגתית בשנים הבאות לאור כניסת החברה לשווקים נוספים.

4.9 שווי כלכלי ראוי להון העצמי

שווי החברה על פי תוצאות ה-DCF הינו \$36,575 לעומת שווי בפועל של \$42,065. שווי למניה על פי תוצאות ה-DCF הינו \$1.23 לעומת שווי בפועל של \$1.42. הפער בין תוצאות ה-DCF לבין המציאות הינו 13%.

4.10 טבלת רגישות WACC ושיעורי צמיחה – g

שווי חברת קמטק תחת נתוני WACC ו-g שונים:

G					שווי חברת קמטק	
3.5%	3.25%	3.00%	2.75%	2.50%		
55,040	54,391	53,749	53,116	52,490	11.00%	WACC
48,018	47,467	46,924	46,388	45,858	11.50%	
42,421	41,950	41,485	41,025	40,571	12.00%	
37,862	37,454	37,052	36,655	36,263	12.50%	
34,079	33,724	33,374	33,029	32,688	13.00%	
30,894	30,583	30,277	29,974	29,676	13.50%	

פער ב-% בין שווי חברת קמטק תחת נתוני Wacc ו-g שונים לעומת השווי שנמצא ב-DCF:

G	תוצאות DCF	
3.00%		
36,575	12.56%	Wacc

G					פער ב- %	
2.50%	2.25%	2.00%	1.75%	1.50%		
50.49%	48.71%	46.96%	45.22%	43.51%	11.00%	WACC
31.29%	29.78%	28.30%	26.83%	25.38%	11.50%	
15.98%	14.70%	13.42%	12.17%	10.93%	12.00%	
3.52%	2.40%	1.30%	0.22%	-0.85%	12.50%	
-6.82%	-7.79%	-8.75%	-9.70%	-10.63%	13.00%	

ניתן לראות רגישות גבוהה יותר לשיעור ה-ROC מאשר לשינוי הגידול g.

5. פרק חמישי – הערכת שווי בשיטת המכפילים

לצורך חישוב הערכת שווי באמצעות מכפילים, השתמשנו בנתוני חברת ההשוואה כנתונים מייצגים/ממוצעים של כלל הענף.

בחרנו בחברת "נובה מכשירי מדידה בע"מ" – נובה פועלת אף היא בענף המוליכים, היא עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של מערכות בקרה ומדידה, לבדיקת עובי שכבות דקות בתעשיית המוליכים למחצה. נובה הינה חברה דואלית, מניותיה נסחרות ב-NASDAQ מאפריל 2000 והחלו להיסחר בבורסה בתל אביב ביוני 2002.

אמנם חברת "אורבוטק בע"מ" הינה חברה דומה יותר לדעתנו לקמטק אך בשנת 2012 חברה זו סיימה בהפסד תפעולי, הפסד נקי וכן EBITDA שלילי, לכן, על מנת לקבל תוצאה ריאלית יותר בחרנו להשוות לחברת נובה, על אף הדמיון הפחות מובהק לחברתנו.

5.1 חישוב המכפילים על-פי חברת "נובה בע"מ" כמייצגים עבור כלל הענף:

31/12/2012		מאזן חברת נובה (כלל השוק)	
77,782	חוב פיננסי נטו (נכס)	291,068	EV
213,286	מרקט אפ		
291,068	מאזן	291,068	מאזן
213,286	שווי מניות	213,286	שווי מניות
77,782	חוב	11,828	רווח נקי
10,584	רווח תפעולי	18.03	מכפיל רווח נקי
27.50	מכפיל רווח תפעולי (EBIT)		
291,068	שווי מניות + חוב		
10,584	רווח תפעולי		
2,783	פחת והפחתות		
7,801	רווח תפעולי ללא פחת		
37.31	מכפיל רווח תפעולי (EBITDA)		

5.2 שימוש במכפילים שהתקבלו לביצוע הערכת שווי לחברת קמטק:

31/12/2012		מאזן חברת קמטק	
-8,484	חוב פיננסי נטו (נכס)	33,581	EV
42,065	מרקט אפ		
33,581	מאזן	33,581	מאזן

לפי מכפיל רווח נקי:

3	רווח נקי
18.03	מכפיל
54.1	שווי חברה

לפי מכפיל רווח תפעולי (EBIT):

-20	רווח תפעולי
27.50	מכפיל
-550	EV
-8484	חוב (נכס)
7,934	הון עצמי

לפי מכפיל רווח תפעולי (EBITDA):

-20	רווח תפעולי
2,125	פחת והפחתות
2,105	רווח תפעולי ללא פחת
37.31	מכפיל
78,541	EV
-8,484	חוב (נכס)
87,025	הון עצמי

5.3 פנדמנטלס

כפי שהסברנו לעיל, חברת "נובה" אינה מייצגת את הענף בכללותו ולכן התוצאות שקיבלנו לא מבוססות במידה ראויה. לכן נבצע התאמה בהתאם לפנדמנטלס המפורטים להלן:

- **מינוף:** ככל שהחברה ממונפת יותר, כך הדבר מקטין את מכפיל הרווח שלה. נתבונן ביחס ההון לחוב שלה D/E. יחס ההון לחוב של חברת קמטק מצביע על כך שלחברה אין מספיק

נכסים פיננסיים על מנת לפרוע את חובה הפיננסי, למעשה המינוף שלה די גבוה (0.64), ועל כן ניתן להקטין את מכפיל הרווח הנקי.

- **שיעור הצמיחה**: נתון זה משפיע על מכפיל הרווח הנקי ועל מכפיל הרווח התפעולי. ככל שהצמיחה גבוהה יותר, המכפילים יהיו גבוהים יותר. בשנים 2005-2012 צמחה בממוצע החברה בשיעור של 9.8%, לעומת השוק שצמח בכ- 5% בממוצע בשנים אלו, לכן יש להגדיל את מכפיל הרווח הנקי והתפעולי.
- **שיעור ההשקעה מהרווח הנקי**: ככל ששיעור ההשקעה נמוך, הרווח הנקי של החברה גבוה יותר, המכפיל יהיה נמוך יותר. בחברת קמטק שיעור ההשקעה מאוד תנודתי ביחס לרווח הנקי ולכן גורם זה אינו משפיע על התאמת המכפילים.
- **מחיר ההון**: ככל שמחיר ההון של החברה גבוה יותר, המכפיל יהיה נמוך יותר. סיכוני הענף של שתי החברות פחות או יותר זהים, אך חברת "קמטק" ממונפת יותר ומכאן ניתן להסיק כי מחיר ההון של חברת קמטק גבוה יותר ממחיר ההון של חברות דומות בשוק ולכן יש להגדיל את מכפיל הרווח הנקי.
- **CAPEX**: חברת קמטק גדלה על ידי השקעה ברכוש קבוע ולא על ידי רכישת חברות. **לסיכום**, אנו רואים שהשפעות הפנדמנטלס מקוזות אחת את השניה ולכן החלטנו לא לבצע התאמה למכפילים. יחד עם זאת, קיימת נטיה מסויימת להגדיל את המכפיל אך לא באופן מהותי. מאחר ואין מהותיות להגדלה בחרנו להשאיר את המכפיל ללא שינוי.

5.4 תוצאות הערכת שווי בשיטת המכפילים

<u>שיטה</u>	<u>שווי</u>	<u>פרמיה/דיסקאונט</u>
לפי מכפיל רווח נקי	54.1	-99.87%
לפי מכפיל רווח תפעולי (EBIT)	7,934	-81.14%
לפי מכפיל רווח תפעולי (EBITDA)	87,025	106.88%
לפי DCF	36,575	-13.05%
בפועל	42,065	

כשמשווים בין התוצאות של ה-DCF לבין תוצאות הערכת השווי באמצעות מכפיל הרווח התפעולי (EBITDA) מקבלים כי אין קשר הדוק בין שני חישובי. לעומת זאת תוצאות הערכת השווי באמצעות מכפיל הרווח הנקי והרווח התפעולי (EBIT) הינן נמוכות הרבה יותר. דבר זה מוסבר ע"י כך שבאופן חריג הרווח הנקי של החברה היה נמוך ביותר. הן הרווח הנקי והן הרווח התפעולי.

קיים קושי, מצד אחד, לנתח את תוצאות ההבדלים בין 4 התוצאות בשל העובדה שבביצוע הערכת שווי באמצעות מכפילים השתמשנו בנתוני חברה אחת בלבד כמייצגים את כלל נתוני השוק/הענף, ומצד שני, לחברת ההשוואה יש רווח נקי ורווח תפעולי (ללא פחת והפחתות) גבוה יותר מאשר לחברת קמטק. אלו למעשה הגורמים המרכזיים לכך שהערכת השווי על פי מכפילי הרווח התפעולי, הנקי וה-DCF הביאה לתוצאות של דיסקאונט לעומת תוצאות של פרמיה על פי שימוש במכפיל ה-EBITDA.

נספחים

Consolidated Balance Sheets

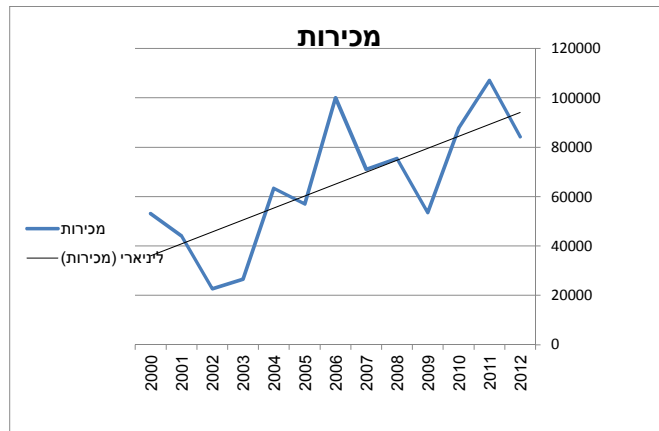
2009	2010	2011	2012	
				Assets
				Current assets
15,802	9,577	22,185	18,867	Cash and cash equivalents (Note 3)
		4,100	7,160	Short-term deposits
18,712	28,817	25,451	23,076	Accounts receivable, net (Note 15B)
14,176	24,034	24,355	18,335	Inventories (Note 4)
344	384	388	391	Due from affiliates (Note 22)
1,691	2,414	3,357	2,210	Other current assets (Note 5)
68	54	110	367	Deferred tax asset (Note 21)
50,793	65,280	79,946	70,406	Total current assets
				Fixed assets (Note 6)
25,264	26,485	26,580	28,830	Cost
9,870	11,408	12,003	13,008	Less - Accumulated depreciation
15,394	15,077	14,577	15,822	Fixed assets, net
-	5,182	-	-	Restricted deposits (Note 8)
4,661	2,304	1,954	7,090	Long-term inventory (Note 4)
		-	729	Long-term deposit (Note 7)
98	152	132	107	Deferred tax asset (Note 21)
460	460	304	304	Other assets (Note 8)
4,356	4,163	4,191	2,971	Intangible assets, net (Note 9)
3,653	3,653	3,653	1,579	Goodwill (Note 9)
13,228	15,914	10,234	12,780	
79,415	96,271	104,757	99,008	Total assets
				Liabilities and shareholder's equity
				Current liabilities
-	1,409	3,000	4,160	Short-term loan (Note 10)
4,494	9,761	6,773	7,610	Accounts payable – trade
-	433	1,700	1,592	Long-term bank loans – current portion (Note 12)
1,666	-	-	-	Convertible loan – current portion (Note 14)
12,945	21,408	21,568	13,850	Other current liabilities (Note 11)
19,105	33,011	33,041	27,212	Total current liabilities
				Long-term liabilities
-	758	2,092	500	Long-term bank loans (Note 12)
487	626	652	710	Liability for employee severance benefits (Note 13)
8,802	7,884	9,039	10,249	Other long-term liabilities (Note 14)
9,289	9,268	11,783	11,459	Total Long-term liabilities
28,394	42,279	44,824	38,671	Total liabilities
51,021	53,992	59,933	60,337	Shareholders' equity (Note 19)
79,415	96,271	104,757	99,008	Total liabilities and shareholders' equity

נספח מס' 2: דוח רווח והפסד לשנים 2008-2012

2008	2009	2010	2011	2012	
					Selected Statement of Operations Data:
					Revenues:
62,135	39,196	70,235	88,404	66,929	Sales of products
13,328	14,325	17,545	18,624	17,618	Service fees
75,463	53,521	87,780	107,028	84,547	Total revenues
					Cost of revenues:
37,073	25,069	38,464	48,039	35,908	Cost of products sold
10,542	10,970	10,897	11,549	11,574	Cost of services
					Total cost of revenues
47,615	36,039	49,361	59,588	47,482	
27,848	17,482	38,419	47,440	37,065	Gross profit
					Research and development costs
12,801	10,319	12,906	14,077	12,916	
24,834	17,667	20,662	24,341	21,138	Selling, general and administrative expenses
-	-	-	-	3,031	Impairment charge in respect of goodwill and other intangible assets
37,635	27,986	33,568	38,418	37,085	Total operating expenses
(9,787)	(10,504)	4,851	9,022	(20)	Operating income (loss)
1,000	(952)	(1,478)	(2,900)	233	Financial (expenses) income, net
					Income (loss) before income taxes
(8,787)	(11,456)	3,373	6,122	213	
(770)	(386)	(557)	(744)	(210)	Income taxes
					Net income (loss)
(9,557)	(11,842)	2,816	5,378	3	
					Earnings (loss) per ordinary share:
(0.32)	(0.40)	0.1	0.18	0	Basic
(0.32)	(0.40)	0.09	0.18	0	Diluted
					Weighted average number of ordinary shares outstanding:
29,916	29,218	29,259	29,557	29,849	Basic
29,916	29,218	30,360	30,009	30,013	Diluted
2008	2009	2010	2011	2012	
					Selected Balance Sheet Data:
15,949	15,802	9,577	22,185	18,867	Cash and cash equivalents
-	-	-	4,100	7,160	Short-term deposits
-	-	5,182	-	-	Restricted deposit
84,735	79,415	96,271	104,757	99,008	Total assets
-	-	2,600	6,792	6,252	Bank credit
3,333	1,666	-	-	-	Convertible loan
22,020	28,394	42,279	44,824	38,671	Total liabilities
60,281	60,279	60,452	61,014	61,415	Additional paid in capital
62,715	51,021	53,992	59,933	60,337	Shareholders' equity
29,135,108	29,235,743	29,277,983	29,717,964	29,896,933	Ordinary issued and outstanding shares

נספח מס 3: חישוב מכירות שנתיות

2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
53,125	44,068	22,593	26,567	63,353 41,941	56,987	100,055	70,969	75,463 75,869	53,521	87,780	107,028	84,247	מכירות
	-17.05%	-48.73%	17.59%	138.47% 22.6%	-10.05%	75.58%	-29.07%	6.33% 10.7%	-29.08%	64.01%	21.93%	-21.29%	ממוצע מכירות
												8.9%	גידול באחוזים ממוצע גידול באחוזים



נספח מס' 4: חישוב ההון החוזר

	2009	2010	2011	2012	
					נכסים תפעוליים
	14,176	29,216	26,309	25,425	מלאי
	18,712	28,817	25,451	23,076	חייבים נטו
	166	206	242	474	מסים לקבל
	8,009	7,816	7,844	4,550	נכסים בלתי מוחשיים
	2,151	2,874	3,661	2,514	נכסים אחרים
	344	384	388	391	חברות כלולות
	15,394	15,077	14,577	15,822	רכוש קבוע
	58,952	84,390	78,472	72,252	סה"כ נכסים תפעוליים
					התחייבויות תפעוליות
	4,494	9,761	6,773	7,610	ספקים ונותני שירותים
	9,289	11,110	38,051	31,061	זכאים ויתרות זכות
	13,783	20,871	44,824	38,671	סה"כ התחייבויות תפעוליות
	45,169	63,519	33,648	33,581	נכסים תפעוליים, נטו
	15,394	15,077	14,577	15,822	רכוש קבוע
	8,009	7,816	7,844	4,550	נכסים בלתי מוחשיים
	21,766	40,626	11,227	13,209	הון חוזר תפעולי
		18,860	-29,399	1,982	שינוי בהון החוזר
	53,521	87,780	107,028	84,247	מכירות
ממוצע		34,259	19,248	(22,781)	שינוי במכירות
-35%		55%	-153%	-9%	שינוי בהון החוזר מתוך המכירות 2009-2012
72%		55%	153%	9%	שינוי בהון החוזר מתוך המכירות בערך מוחלט
19%					

Unlevered Beta corrected for cash	Cash/Firm Value	Unlevered Beta	Tax Rate	Market D/E Ratio	Average Beta	Number of Firms	Industry Name
1.75	16.60%	1.46	10.73%	43.26%	2.02	31	Advertising
1.03	11.84%	0.91	20.72%	25.66%	1.10	64	Aerospace/Defense
1.10	7.61%	1.02	20.54%	24.32%	1.21	36	Air Transport
1.22	7.89%	1.13	16.08%	18.38%	1.30	57	Apparel
1.59	12.46%	1.39	18.99%	27.65%	1.70	51	Auto Parts
0.96	17.77%	0.79	24.07%	134.57%	1.59	12	Automotive
0.38	11.41%	0.33	15.97%	156.11%	0.77	426	Bank
0.73	14.13%	0.63	17.77%	59.52%	0.93	45	Bank (Midwest)
0.77	5.09%	0.73	19.14%	26.52%	0.88	34	Beverage
1.16	21.45%	0.91	2.49%	13.48%	1.03	158	Biotechnology
0.89	7.75%	0.82	11.17%	94.33%	1.50	45	Building Materials
0.98	6.13%	0.92	27.35%	68.06%	1.37	21	Cable TV
1.24	9.66%	1.12	20.90%	27.35%	1.36	16	Chemical (Basic)
1.39	7.42%	1.29	21.73%	22.37%	1.51	31	Chemical (Diversified)
1.15	5.29%	1.09	17.58%	21.15%	1.28	70	Chemical (Specialty)
1.32	7.66%	1.22	12.75%	28.90%	1.53	20	Coal
1.18	17.16%	0.98	12.27%	7.49%	1.04	184	Computer Software
1.33	10.67%	1.19	11.77%	10.23%	1.30	87	Computers/Peripherals
0.71	14.29%	0.61	15.55%	102.24%	1.14	107	Diversified Co.
1.08	9.18%	0.98	5.36%	15.46%	1.12	279	Drug
1.08	10.22%	0.97	12.33%	6.40%	1.03	57	E-Commerce
0.92	16.55%	0.76	25.17%	12.33%	0.83	34	Educational Services
0.48	1.71%	0.47	31.82%	86.16%	0.75	21	Electric Util. (Central)
0.49	2.09%	0.48	33.14%	66.16%	0.70	21	Electric Utility (East)
0.49	2.57%	0.47	31.30%	84.54%	0.75	14	Electric Utility (West)
1.35	11.32%	1.20	17.02%	12.66%	1.33	68	Electrical Equipment
1.08	17.78%	0.89	10.36%	22.33%	1.07	139	Electronics
1.39	19.03%	1.12	26.26%	11.99%	1.22	25	Engineering & Const
1.31	7.86%	1.21	15.38%	40.99%	1.63	77	Entertainment
1.48	23.34%	1.14	11.59%	9.76%	1.23	40	Entertainment Tech
0.60	2.88%	0.58	11.71%	43.70%	0.81	82	Environmental
0.50	14.47%	0.43	19.18%	251.49%	1.31	225	Financial Svcs. (Div.)
0.77	4.02%	0.74	20.00%	29.53%	0.91	112	Food Processing
1.24	30.82%	0.86	35.12%	42.09%	1.09	9	Foreign Electronics
0.85	4.49%	0.82	30.84%	56.60%	1.14	6	Funeral Services
1.65	8.22%	1.52	20.43%	24.39%	1.81	35	Furn/Home Furnishings
1.20	6.95%	1.12	22.19%	6.35%	1.17	25	Healthcare Information
1.48	9.47%	1.34	20.62%	43.66%	1.80	21	Heavy Truck & Equip
1.02	27.00%	0.74	5.12%	100.28%	1.45	23	Homebuilding
1.28	6.33%	1.20	14.53%	52.07%	1.74	51	Hotel/Gaming
0.95	2.03%	0.94	25.12%	18.99%	1.07	26	Household Products
1.40	18.00%	1.15	25.35%	10.31%	1.24	23	Human Resources
0.81	8.78%	0.74	19.03%	32.71%	0.93	137	Industrial Services
0.89	3.47%	0.86	18.93%	30.21%	1.07	27	Information Services
1.54	29.47%	1.08	28.04%	64.14%	1.58	30	Insurance (Life)
1.01	24.15%	0.76	19.36%	23.60%	0.91	49	Insurance (Prop/Cas.)
1.24	14.08%	1.06	6.87%	2.71%	1.09	186	Internet
1.14	11.70%	1.01	19.15%	6.09%	1.06	60	IT Services
1.14	8.54%	1.04	22.15%	19.12%	1.20	100	Machinery
0.58	7.62%	0.53	5.55%	170.38%	1.40	52	Maritime
0.80	7.20%	0.74	11.86%	16.08%	0.85	83	Med Supp Invasive
1.07	13.31%	0.92	12.73%	13.02%	1.03	146	Med Supp Non-Invasive
0.78	16.30%	0.65	19.93%	49.45%	0.91	122	Medical Services
1.63	12.22%	1.43	26.55%	15.49%	1.59	24	Metal Fabricating
1.28	7.60%	1.18	11.04%	14.10%	1.33	73	Metals & Mining (Div.)
1.06	3.41%	1.03	21.98%	37.07%	1.33	29	Natural Gas (Div.)
0.46	1.52%	0.45	30.16%	67.38%	0.66	22	Natural Gas Utility
1.42	7.73%	1.31	25.13%	46.35%	1.76	13	Newspaper
1.04	11.77%	0.92	21.05%	63.03%	1.38	24	Office Equip/Supplies
0.65	1.17%	0.64	13.70%	58.30%	0.96	13	Oil/Gas Distribution
1.39	5.99%	1.30	17.39%	22.92%	1.55	93	Oilfield Svcs/Equip.
0.88	5.90%	0.83	24.23%	51.82%	1.16	26	Packaging & Container
0.96	8.05%	0.89	10.61%	59.86%	1.36	32	Paper/Forest Products
1.12	7.30%	1.04	27.41%	19.19%	1.18	20	Petroleum (Integrated)
1.13	3.00%	1.10	11.14%	24.88%	1.34	176	Petroleum (Producing)
1.00	2.98%	0.97	24.67%	20.48%	1.12	19	Pharmacy Services
0.72	0.83%	0.71	6.37%	40.97%	0.98	27	Pipeline MLPs
0.65	11.45%	0.57	8.66%	148.82%	1.35	93	Power
1.14	6.64%	1.07	7.51%	8.20%	1.15	84	Precious Metals
1.33	15.55%	1.12	13.94%	15.94%	1.28	77	Precision Instrument
0.59	9.96%	0.53	18.59%	140.63%	1.13	31	Property Management
1.62	15.01%	1.38	3.79%	59.87%	2.18	11	Public/Private Equity
0.89	7.71%	0.82	18.55%	63.28%	1.25	24	Publishing
1.15	4.71%	1.09	1.04%	34.71%	1.47	5	R.E.I.T.
1.24	2.62%	1.21	23.74%	25.15%	1.44	12	Railroad
1.11	6.60%	1.03	17.37%	48.69%	1.45	56	Recreation
1.05	27.84%	0.76	7.22%	23.54%	0.93	13	Reinsurance
1.19	3.41%	1.15	21.57%	12.77%	1.27	63	Restaurant
1.65	9.78%	1.49	23.04%	24.33%	1.77	75	Retail (Hardlines)
1.57	12.40%	1.38	24.64%	5.61%	1.44	47	Retail (Softlines)
1.12	2.45%	1.09	34.43%	38.11%	1.37	20	Retail Automotive
0.97	1.63%	0.95	31.39%	14.06%	1.04	8	Retail Building Supply
1.14	5.70%	1.08	25.02%	25.58%	1.29	37	Retail Store
0.64	8.32%	0.58	31.21%	41.34%	0.75	30	Retail/Wholesale Food
0.43	32.79%	0.29	26.22%	430.56%	1.20	28	Securities Brokerage
1.69	17.26%	1.40	11.01%	8.35%	1.50	141	Semiconductor
2.42	34.39%	1.59	15.17%	15.20%	1.79	12	Semiconductor Equip
1.38	10.72%	1.23	24.31%	2.18%	1.25	19	Shoe
1.40	12.09%	1.23	21.03%	46.40%	1.68	32	Steel
1.28	28.77%	0.91	13.16%	12.96%	1.02	99	Telecom. Equipment
0.82	8.04%	0.76	14.22%	34.09%	0.98	74	Telecom. Services
0.54	3.22%	0.52	29.42%	96.15%	0.88	25	Telecom. Utility
0.75	24.35%	0.57	12.43%	29.33%	0.71	148	Thrift
0.78	3.13%	0.76	31.03%	18.71%	0.85	11	Tobacco
1.20	6.56%	1.12	20.30%	20.64%	1.30	15	Toiletries/Cosmetics
1.08	4.60%	1.03	25.48%	27.77%	1.24	36	Trucking
0.48	6.59%	0.45	26.07%	155.03%	0.96	4	Utility (Foreign)
0.43	0.38%	0.43	35.22%	81.42%	0.66	11	Water Utility
1.12	8.43%	1.03	12.12%	27.06%	1.27	57	Wireless Networking
0.92	10.83%	0.82	15.48%	46.64%	1.15	5891	Total Market