



XXX בע"מ

הערכת שווי פעילות החברה וערך אי תחרות

(משיקולי חיסיון ושיקולים נוספים,
מוצגת באתר רק תמצית המנהלים של הערכת השווי,
תוך הסתרת מידע מזהה על החברה)

מרץ 2011

גרסה 07

תוכן העבודה

1. תמצית מנהלים

2. תיאור החברה ופעילותה

2.1 כללי

2.2 סקירה פיננסית

2.2.1 דו"ח מאזן

2.2.2 דו"ח רווח והפסד

2.2.3 דו"ח רווח והפסד מתוקן

2.3 מדדי ביצוע

3. מתודולוגיה ושיטות ההערכה

3.1 מחיר הוגן

3.2 הגישות הנהוגות בהערכת שווי עסקים וחברות

4. הערכת שווי החברה

4.1 גישת היוון תזרימי המזומנים

4.2 תחזית תזרים המזומנים ושווי החברה

4.3 שווי אי התחרות

1. תמצית מנהלים

1.1 כללי

נתבקשנו לחוות דעתנו לגבי השווי הכלכלי של פעילות חברת "XXX בע"מ" (להלן - "החברה"). לצורך כך קבלנו מידע והסברים מהחברה לגבי אופי פעילותה, הדוחות הכספיים שלה לשנים האחרונות וחומר פיננסי וכלכלי אחר, כפי שיפורט בגוף העבודה. שיטות ההערכה התבססו על מתודות מקובלות, כפי שיפורט בגוף העבודה.

הערכת שווי אינה מדע מדויק והיא נעשית על סמך נתונים ידועים מחד ותחזיות מאידך. מטרת ההערכה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נכון בזמן נתון, על כן ההערכה שלהלן נכונה בסמוך למועד כתיבתה ולא בטווח של זמן ממועד זה.

כבסיס להערכת השווי ולהבנת החברה ופעילותה, פרסנו מידע על החברה ופעילותה. הדוחות הכספיים של החברה היוו בסיס ללימוד ואפיון מבנה הפעילות הפיננסי של החברה.

1.2 פעילות החברה

חברת XXX בע"מ מפעילה מרפאות של קופת חולים XXX בריכוזי אוכלוסייה חרדים ברחבי הארץ. החברה הוקמה בשנת XXX ומאז התפתחה והפעילה מרפאות נוספות ברחבי הארץ.

באחריותה של XXX היה להעמיד את התשתיות הפיזיות של המרפאות, כולל אחיות, מעבדות, ציוד וכד' ובנוסף לשווק את פעילות הקופה ולגייס את המבוטחים מבין תושבי הסביבה בעוד קופת חולים XXX מספקת את הרופאים. חברת XXX קיבלה תשלום מקופת חולים XXX עבור כל מבוטח שגייס על פי מפתח מסוים.

בסוף שנת 2008 הגיעו קופת חולים XXX ו-XXX להסכם על פיו הם מפסיקים את ההתקשרות ביניהם בתמורה לשיפוי ששולם לחברת XXX במהלך שנת 2009 והפעילות של חברת XXX (לא החברה עצמה) תועבר לקופ"ח XXX בתמורה לסכום כספי שסוכם. בהסכם זה סוכם כי XXX ובעליה לא יתחרו בקופ"ח XXX למשך חצי שנה.

1.3 אפיון פיננסי

מטרת האפיון הפיננסי היא לסקור את פעילותה ההיסטורית העסקית והפיננסית של החברה כדי לגזור מכך בהמשך, בין היתר, את שוויה הכלכלי של פעילות החברה.

מכיוון שדו"ח הרו"ח של החברה מתייחס לכלל הפעילות של חברת XXX, גם זו שאיננה מיוחסת ישירות להפעלת המרפאות של קופ"ח XXX (לדוגמה: הכנסות מהשכרת נדל"ן מסחרי שאין לו כל קשר לפעילות החברה מול קופות החולים) עלה הצורך לנטרל החוצה מהדו"ח את כל ההכנסות וההוצאות של החברה שאינן קשורות לפעילות הליבה שלה.

באמצעות תיקון זה נטרלנו את הפעילויות הלא קשורות, פעולה שאפשרה להעריך את שווי הפעילות מול קופ"ח XXX בלבד ולא את שווי הפעילות הכולל של החברה.

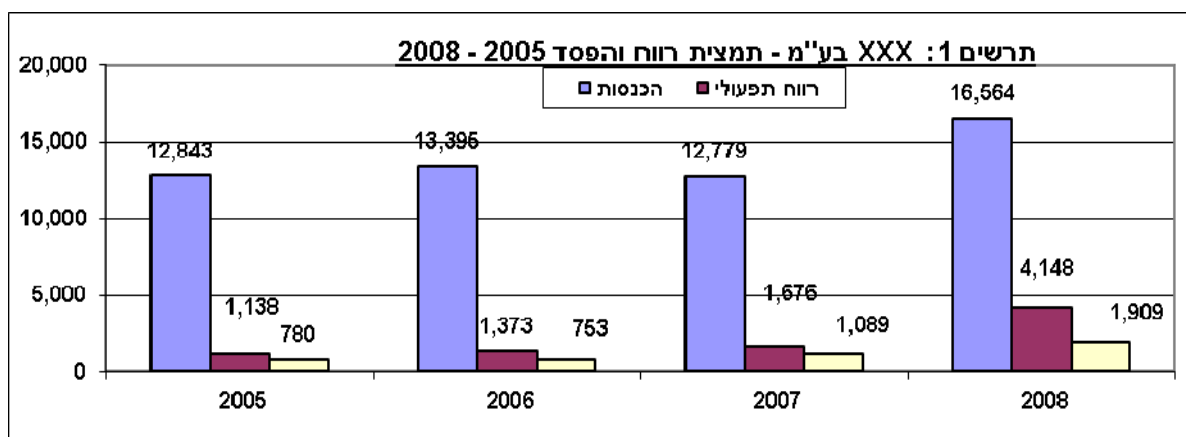
מלוח 1 (להלן, דו"ח רו"ח המתוקן) ניתן לראות את נתוני ההכנסות, הרווח התפעולי, הרווח לפני מס והרווח הנקי של חברת XXX לשנים 2005 - 2008.

XXX בע"מ
לוח 1 : תמצית רווח והפסד - דו"ח מתוקן 2005 - 2008
אלפי ₪, מחירים שוטפים, ללא מע"מ

סעיף/שנה	2008	2007	2006	2005
הכנסות	16,564	12,779	13,395	12,843
סך הוצאות תפעול	12,416	11,103	12,022	11,705
רווח תפעולי	4,148	1,676	1,373	1,138
הוצאות מימון	1,019	116	156	-197
רווח לאחר מימון	3,129	1,560	1,217	1,335
הכנסות אחרות	0	0	15	0
רווח לפני מס	3,129	1,560	1,232	1,335
מס הכנסה	1,220	471	479	555
רווח נקי	1,909	1,089	753	780

ניתן לראות את צמיחת ההכנסות מכ- 12.8 מיליון ₪ ב- 2005 לכ- 16.5 מיליון ₪ ב- 2008 והרווח הנקי באותה תקופה עלה מכ- 780 אלף ₪ לכ- 1.9 מיליון ₪.

תרשים 1 להלן מבטא באופן גרפי את הנתונים בלוח 1 לעיל:



1.4 הערכת שווי פעילות החברה

פרקים 3 ו-4 מציגים את המתודולוגיה עליה מתבססת הערכת השווי ואת הערכת השווי עצמה. הערכת השווי מתבססת על גישת "היוון תזרימי המזומנים", המתאימה להערכת שווייה של החברה. העיקרון העומד בבסיס גישה זו הוא שעיקר שווייה של החברה נובע ממידת יכולתה לייצר רווחים ותזרים לבעליה.

עפ"י גישה זו, שווי העסק הינו הערך הנוכחי של תזרים המזומנים החופשי והלא ממונף (ללא הלוואות) של החברה, המיוצר בתקופת תחזית שנקבעה. להערכת שווי החברה יש להוסיף או להפחית את עודף או חוסר הנכסים/התחייבויות הפנויים/חסרים אשר אינם משמשים ביצור ההכנסה העסקית, כגון נדל"ן, וכן להוסיף או להחסיר עודפים / חסרים פיננסיים בבנקים או אצל לקוחות או ספקים. עם זאת, מכיוון שכאן המטרה היא להעריך את שווי הפעילות ולא את שווי החברה, לא בוצעה פעולה זו.

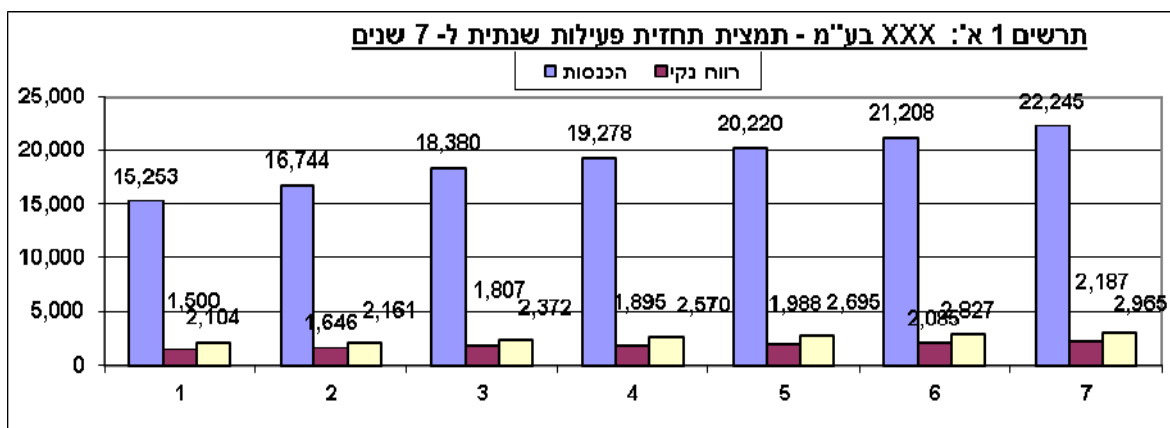
גישת היוון תזרימי המזומנים מבוססת על יישום עקרון הערך הנוכחי ועל בחירת שיעור ההיוון המשקף בין היתר את רמת שיעורי הריבית במשק ואת התחלופה בין סיכונים תפעוליים ופיננסיים לתשואה (לתיאור מתודולוגי ראה פרק 4).

לבניית תחזית הכנסות וגזירת תזרים מזומנים הונחו מספר הנחות, המפורטות בגוף הערכת השווי. תחזית הפעילות ותזרים המזומנים הנגזר המוצגים בתרשים שלהלן (ראה תרשים 1 - א').

XXX בע"מ
לוח 1 א': תמצית תחזית פעילות שנתית ל- 7 שנים
אלפי ₪, מחירים קבועים, לפני מע"מ

אחוז מהפדיין	ממוצע	7	6	5	4	3	2	1	נתון/ שנה
100%	19,047	22,245	21,208	20,220	19,278	18,380	16,744	15,253	הכנסות
15%	2,872	3,354	3,198	3,049	2,907	2,771	2,525	2,300	רווח תפעולי
10%	1,873	2,187	2,085	1,988	1,895	1,807	1,646	1,500	רווח נקי
13%	2,528	2,965	2,827	2,695	2,570	2,372	2,161	2,104	תזרים

מלוח לוח 1-א' לעיל עולה כי הרווח הנקי השנתי הממוצע ל- 7 שנות תחזית הפעילות, צפוי לעמוד על כ- 1.873 מיליון ₪ בשנה. תרשים 1 - א' להלן ממחיש את צפי הצמיחה הצפוי:



תזרים המזומנים נגזר מתחזית הפעילות, תוך מתן ביטוי למכלול הפרמטרים לבניית התזרים, הכוללים יחס הוצאות להכנסות, התאמות תחזית רו"ח לתזרים ועוד. התזרים הנובע נע בין כ- 2.1 מיליון ₪ בשנה הראשונה עד כ- 2.9 מיליון ₪ בשנת התחזית האחרונה.

תזרים המזומן התפעולי החופשי הנצבר לתקופת התחזית עומד על כ- 17.69 מיליון ₪.

**היוון התזרים מהווה את השווי התזרימי של פעילות החברה.
שווי פעילות החברה עומד על כ- 12.027 מיליון ₪.**

1.5 שווי אי התחרות

שאלה שעמדה בבסיס הצורך בחוות דעת כלכלית זו, היא מהו שווי אי התחרות. נכס זה הוא נכס אישי של הבעלים של XXX (כעין מוניטין), אשר במסגרת ההסכם יוכל לחזור ולעשות בו שימוש בתום תקופת אי התחרות שנקבעה בהסכם (חצי שנה).

לגזירת שווי זה נקטנו גישה כלכלית חישובית ותמכנו אותה בנימוק עסקי המוצגים להלן ומפורטים בגוף הערכת השווי בהרחבה (פרק 4).

משווי העסקה נוטרלו שווי הפעילות הלא נדל"נית שנמסרה לקופ"ח XXX במסגרת העסקה וערך ההשקעות המופחתות שבוצעו וגם כן נמסרו לקופה במסגרת העסקה.

לקבלת שווי הפעילות הלא נדל"נית מסך שווי הפעילות הווננו רווחי הפעילות הנדל"נית וקוזזו מסך שווי הפעילות.

שווי אי התחרות העומד בבסיס העסקה עומד על 9,630 אלף ₪ (כ- 9.6 מיליון ₪).

שווי אי התחרות משויך לבעלים של חברת XXX, שכן לחברה אין מהות ניהולית משמעותית, במקרה זה, ללא הבעלים (החברה מכונה בטרמינולוגיה העסקית "חברה של איש אחד").

תמיכה לסכום זה מתקבלת מהנימוק העסקי שאי התחרות שסוכמה בהסכם היא אי תחרות ל- 6 חודשים בלבד. לאחר מכן יוכלו חברת XXX או הבעלים בחברה, לייסד פעילות דומה לזו של פעילות חברת XXX כפי שהתרחשה עד היום, בשיתוף קופת חולים אחרת ובכך ליצור מנגנון תחרותי לקופ"ח XXX.

הערכה סבירה שהקמת פעילות מסוג זה תרכוש מבוטחים בהיקף דומה לזו של חברת XXX עם תקופת למידה קצרה יותר עקב הניסיון שרכש הבעלים של XXX בהפעלת חברת XXX עד היום.

המשמעות העסקית המעשית של כך, היא שהבעלים של XXX, יוכל למעשה ברמה שיווקית ותחרותית, לנטרל את הפעילות שמכר לקופת חולים XXX, או לפחות חלק משמעותי ממנה.

לכן ניתן להעריך, בגישה שמרנית, כי היכולת לנטרל את התחרות יכולה להגיע לפחות לכ- 75% מהיקף הפעילות שביצע עד היום במסגרת חברת XXX. תוצאה המעמידה אותנו על ערך דומה לתוצאה שנתקבלה לעיל בדרך אחרת.

לפירוט כלל ממצאי השווי ראה פרק 4 בגוף העבודה.

1.6 הערות

להכנת הערכת שווי זו לא ערכנו בדיקה עצמאית של הנתונים אלא התבססנו על נתונים שקיבלנו מן החברה ומרואי החשבון שלה, הכוללים דוחות הכספיים מבוקרים לשנים 2009-2005, מאזני בוחן לשנת 2010, חומר כלכלי ועסקי אחר, ומידע שקיבלנו מאנשי החברה.

כל הנתונים המספריים בעבודה זו נקובים ב- ₪, אלא אם צוין אחרת, וכפי שמפורט בעבודה. ככלל הערכים המספריים אינם כוללים מע"מ.

נתוני העבר נקובים בערכים שוטפים, נתוני העתיד נקובים במחירים קבועים של מועד הכנת העבודה.

במקרה של סתירה בין נתוני הלוחות לנותנים המופיעים בטכסט, נתוני הלוחות גוברים.