



# XXX בע"מ

## הערכת שווי חברה

(משיקולי חיסיון ושיקולים נוספים,  
במרבית הדוגמאות באתר, מוצגת רק תמצית המנהלים של העבודה,  
תוך הסתרת מידע מזהה על מזמין העבודה)

## תוכן העבודה

1. תמצית מנהלים
2. תיאור החברה ופעילותה
  - 2.1 אפיון כללי
  - 2.2 מוצרי החברה
  - 2.3 היזם
  - 2.4 סקירה וניתוח פיננסי
3. אפיון הסביבה העסקית
  - 3.1 הענף והמתחרים
  - 3.2 ספקים
  - 3.3 לקוחות
4. מתודולוגיה ושיטות הערכה
5. הערכת שווי החברה
  - 5.1 גישת היוון תזרימי המזומנים
  - 5.2 תחזית תזרים המזומנים ושווי החברה
  - 5.3 מבנה העסקה המוצע

## **1. תמצית מנהלים**

### **1.1 כללי**

נתבקשנו ע"י החברה לחוות דעתנו לגבי שוויה הכלכלי של חברת "XXX בע"מ" (להלן - "החברה"). לצורך כך קבלנו מידע והסברים מהחברה ומרואה החשבון שלה 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 להערכה ולהבנת החברה ופעילותה, פרסנו מידע על החברה ופעילותה, על הסביבה העסקית בה היא פועלת ועל המוצרים אותם היא מספקת ועוד. הדוחות הכספיים היוו בסיס ללימוד ואפיון מבנה הפעילות הפיננסי של החברה.

### **1.2 פעילות החברה**

חברת XXX בע"מ הוקמה בשנת 2000. משנת 2003 עוסקת החברה בשיווק בישראל של מוצרי בישום וטיפוח של מותג בישום בינלאומי בשם "XXX".

XXX רוכשת את מוצרי XXX ו XXX מהחברות באמריקה, אשר נמצאת בבעלות אחותו (XXX) ואחיו (XXX) של היזם. החברה מוכרת את מוצריה ברשתות השיווק השונות, חנויות פטורות ממס, ובחנויות לבשמים ומוצרי טיפוח. לצורך כך היא מעסיקה 40 עובדים, מעל 30 מתוכם הן דיילות מכירה.

חברת הבישום XXX היא חברה צעירה אך מוכרת בענף הבישום העולמי. מוצרי XXX ו XXX כוללים 13 ניחוחות, ובסה"כ 63 פריטים הנמכרים בגרסה נשית וגברית, עם מוצרי טיפוח עור נלווים. המוצרים נמכרים בעיקר בארה"ב ובעוד מספר ארצות בעולם, כולל אצל רשתות מובילות כגון בלומינגדיילס, נימן מרכוס Fifth Ave ועוד, פלח שוק של אלפיון עליון שלא נפגע מהמשבר הכלכלי הנוכחי. על המוצר רשום פטנט לשימוש זהב 24 קראט בבשמים ובמוצרי טיפוח.

היזם, XXX, הוא בעל ניסיון נרחב בניהול בישראל ובארה"ב ובעל תואר במנהל עסקים. ב-1997 התחיל לעבוד בחברת XXX העולמית כמנהל הייצור במפעל החברה באירופה. בשנת 2000 הקים בישראל את חברת XXX בע"מ במטרה לשווק מוצרים של החברה בישראל. במקביל המשיך לעבוד כמנהל הייצור של חברת XXX. מאז שנת 2003 הוא פועל כמנהל של חברת XXX ובמקביל עדיין משמש כמנהל ייצור של חברת XXX (להרחבה על פעילות החברה ראה פרק 2 בגוף הערכת השווי בהמשך).

במהלך 2009 החברה הצליחה להפחית משמעותית את עלויות רכיבי הבשמים ע"י מעבר לרכש רכיבים במזרח הרחוק.

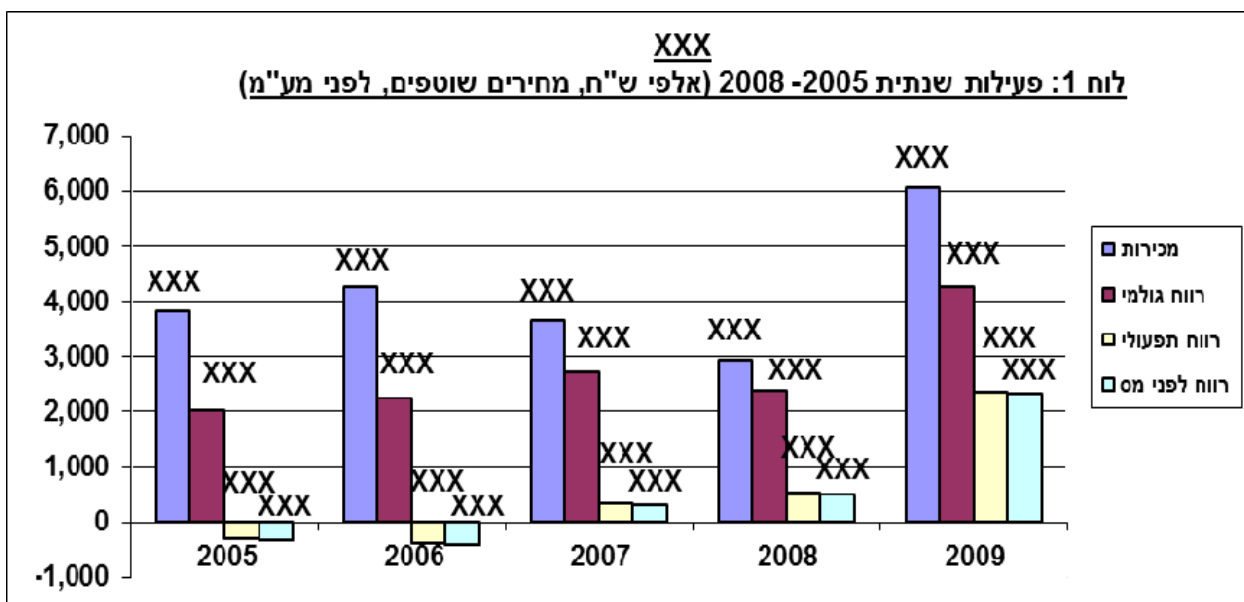
החברה תחל בשנת 2010 לייצר בישראל ולשווק תחת המותג הפרטי שלה, XXX, מוצרים הכוללים בשמים, מוצרי ים המלח, קרמי גוף ועוד. כן תחל החברה בקרוב לשווק באמצעות השוק המקביל ("הפרללי") מותגים מובילים בעולם. כמו כן, כבר במהלך 2010 צפויה החברה להוסיף 24 נקודות מכירה מובחרות בסניפי שופרסל ברחבי הארץ.

נציין כי החברה כיום אינה עומדת בקצב ההזמנות שהיא מקבלת עקב מגבלת יכולת לממן הון חוזר לצורך רכישת רכיבים לייצור המוצרים.

החברה מצויה כרגע בעיצומם של הקמת שני אתרי אינטרנט שיגבירו את המודעות לחברה ולמוצריה בעיקר בישראל. אתר אחד יספק מידע כללי על החברה והשני יהיה חנות וירטואלית למכירת מוצרי החברה. שני האתרים נבנים בשלוש שפות – עברית, רוסית וערבית.

### 1.3 אפיון פיננסי

היקף המכירות השנתי של החברה נע בין כ- XXX ₪ בשנת 2005, לכ- XXX ₪ בשנת 2006, כ- XXX ₪ בשנת 2007 וכ- XXX ₪ בשנת 2008. שנת 2009 צפויה להסתיים עם עליה משמעותית בפדיון החברה לרמה של כ- XXX ₪ וזאת בהתבסס על נתוני מכירות החברה ב- 9 החודשים הראשונים של השנה (ראה תרשים 1).



נתוני שנת 2009 בולטות לעומת הממוצע הרב שנתי של החברה. בממוצע רב שנתי עומדות ההכנסות השנתיות על כ- XXX ₪ (ראה לוח 1).

XXX בע"מ		
לוח 1: צמיחת המכירות ברמה שנתית		
אלפי ₪, לפני מע"מ		
צמיחה שנתית	מכירות	תקופה
	XXX	2005
XX%	XXX	2006
XX%	XXX	2007
XX%	XXX	2008
XX%	XXX	2009 (גילום)
	XXX	ממוצע

הרווח הגולמי מהווה כ- XX% מהמכירות בממוצע לשנים 2005-2009 והוא עומד בממוצע על כ- XXX ₪. הרווח לפני מס בממוצע לשנים אלו עומד על כ- XXX ₪ לשנה. יש לציין כי הירידה במכירות בשנים 2007 – 2008 נבעה ממשבר משפחתי כתוצאה ממחלת האח וללא קשר ישיר לחברה עצמה או לשוק בה היא פועלת.

לעומת זאת, בשנת 2009 צפויה החברה לרשום את ההכנסות הגבוהות ביותר מאז הקמתה, הכנסות המהוות עליה של מעל ל- XX% לעומת הכנסות שנת 2008. עלייה זו בשנת 2009 ניתן לייחס גם לזכותה של הזרמת כסף חיצונית אשר שימשה לקניית רכיבים, ואף על פי כן, החברה עדיין אינה עומדת בהספק הזמנות המוצרים.

ההון החוזר של החברה לסוף 2008 הוא שלילי ועומד על כ- XXX ₪, עובדה המצביעה על הצורך של החברה במימון התזרים עקב הצמיחה המהירה שלה יחסית.

ההון העצמי של החברה לסוף 2008 הוא חיובי ועומד על כ- XXX ₪ ובסוף 2009 הוא צפוי לגדול משמעותית לכ- XXX ₪ ומעלה (להרחבה על נתוני החברה ראה סקירה פיננסית בפרק 2 בגוף הערכת השווי).

#### **1.4 הסביבה העסקית**

בשוק מוצרי הצריכה, בשמים מוגדרים כאבזרי אופנה בדומה לביגוד והנעלה. בממוצע, נשים מחזיקות בביתן כ- 7 בשמים בשימוש. גברים מחזיקים כ- 4 בשמים.

שוק הבישום בישראל מגלגל מחזור שנתי של כ- 1.3 מיליארד ש"ח בשנה. השחקנים העיקריים בשוק הם רשתות קמעונאיות בתחום הקוסמטיקה, העיקריות שבהן הדיוטי פרי, סופר-פארם, משביר לצרכן, ניו-פארם ורשת אפריל. בנוסף, קיימים חנויות פרפומריה פרטיות וחנויות קוסמטיקה קטנות.

הבשמים מיובאים לישראל ע"י יבואני קוסמטיקה, שבין הגדולים שבהם ניתן למנות חברות כגון דיפלומט, שסטוביץ, אלפא קוסמטיקס, קבוצת אסתי לאודר ישראל וקבוצת לילית קוסמטיקה וחברת הדיוטי פרי גיימס ריצ'רדסון.

מחירי הבושם לצרכן נקבעים ע"י היבואנים ולא ע"י הרשתות הקמעונאיות.

שוק הבישום הוא שוק תחרותי, ופועל במידה רבה על מוצרים יוקרתיים ומותגים. עקב התחרות וריבוי בשמי ה Mass Market (מוצרים במחיר עממי) המותג בישראל הוא חשוב מאוד. לכן יש יתרון משמעותי למוצרים יוקרתיים על חשבון מוצרים זולים.

שוק הבשמים בישראל הוא עונתי מאוד ויש בו כ- 6 מחזורים בשנה:

1. ראש השנה ותקופת החגים
2. רמאדן
3. כריסמס וחנוכה
4. 8 במרץ, יום המשפחה הרוסי, יום האם הישראלי
5. פסח
6. מכירות הקיץ בדיוטי פרי בנמלי התעופה והים, ט"ו באב

סך המכירות העונתיות הנ"ל מגיעות לכ- 60% מהמחזור השנתי.

## 1.5 הערכת שווי החברה

פרקים 4 ו-5 בהמשך מציגים את המתודולוגיה עליה מתבססת הערכת השווי ואת הערכת השווי. הערכת השווי התבססה 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. משווי זה 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 כגון בבנקים, אצל לקוחות, ספקים וכד'.

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 פרקים 4 ו-5).

לבניית תחזית הכנסות וגזירת תזרים מזומנים הוגדר מודל כלכלי להערכת שווי החברה כמפורט בגוף העבודה. תחזית הפעילות ותזרים המזומנים הנגזר מפורטים אף הם, נדבך על נדבך, בפרק הערכת השווי.

היקף מכירות החברה הצפוי לשנת התחזית הראשונה עומד על כ- XXX ₪. היקף זה משקף תחזית צמיחה סבירה ביחס לצמיחה של מעל ל- XX% שהתרחשה בפועל בשנת 2009. בעקבות השקה צפויה של 10 בשמים חדשים, 10 קרמי גוף חדשים, קרם ידיים, קרם רגליים ועוד מספר מוצרי טיפוח לפנים ולשיער, מחזור המכירות הצפוי לשנת התחזית העשירית עומד על כ- XXX ₪.

XXX בע"מ													
תמצית תחזית פעילות שנתית לטווח 10 שנים													
אלפי ₪, מחירים קבועים, לפני מע"מ													
שנה	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	שנה	סעיף	
אחוז	ס"ה"כ	ממוצעת	מהפדיון										מכירות
XX%	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	רווח גלמי	
XX%	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	רווח תפעולי	
XX%	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	XXX	רווח לאחר מס	

התחזית מגדירה מבנה הוצאות כמפורט בגוף העבודה, ממנה נגזר רווח שנתי ממוצע לתקופת התחזית של כ- XXX ₪.

תזרים המזומנים הנגזר מתחזית הפעילות, המשמש לקביעת שווי החברה, תוך מתן ביטוי למכלול הפרמטרים לבניית התזרים, הכוללים יחס הוצאות להכנסות, התאמות תחזית רוו"ה לתזרים ועוד (ראה פרק 5 - הערכת השווי) מסתכם לערך של כ- XXX ₪ לשנה ממוצעת בתקופת התחזית.

היוון תזרים זה מהווה את שווי פעילות החברה, לסכום זה הוספו עודף ההתחייבויות הפיננסיות על הנכסים בגובה כ- XXX ₪ ונתקבל שווי חברה של כ- XXX ₪.

לפירוט ממצאי שווי החברה ראה פרקים 4 ו-5 בגוף הערכת השווי.

## **1.6 מבנה העסקה המוצע**

העסקה המוצעת כוללת שילוב בין מכירת מניות לבין השקעה בחברה, כמאופיין להלן.

בתמורה למכירת מניות בשווי XXX ₪, יועברו לקונה מניות החברה בשיעור של XX% (לפי תשלום של XXX ₪ ביחס לשווי חברה של XXX ₪).

כדי להשלים העברת מניות של XX% לקונה באמצעות השקעה (בנוסף ל- XX% שקיבל באמצעות רכישת מניות), יהיה על הקונה להשקיע בחברה (להזרים לקופת החברה לשימוש עתידי של החברה) סכום של XXX ₪.

זאת כיוון שסכום זה גורם להשלמת ה- XX% החסרים כדי להגיע ל- XX%.

להבהרת מבנה העסקה ראה לוח המפרט את התחשיבים בגוף הערכת השווי (פרק 5).

## **1.7 הערות**

להכנת הערכת שווי זו לא ערכנו בדיקה עצמאית של הנתונים אלא התבססנו על נתונים שקיבלנו מהחברה ומרואה החשבון שלה, הכוללים דוחות הכספיים מבוקרים לשנים 2005 – 2008 ומאזן בוחן לתקופה ינואר- ספטמבר 2009, 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 במחירים קבועים של מועד הכנת העבודה.

במקרה של סתירה בין נתוני הלוחות לנתונים המופיעים בטכסט, נתוני הלוחות גוברים. על כך אנו מתנצלים מראש.