



XXX בע"מ

נדל"ן – ייזום וביצוע

עדכון אפיון מצב עסקי והערכת שווי חברה

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

אורי דהן ושות' - יעוץ כלכלי ועסקי, השקעות וגיוס הון
טל. 077-7032332, 073-7292232, פקס. 02 6790162, טלפון נייד 050 5516067,
דוא"ל: info@uri-dahan.com, אתר: www.uri-dahan.com
כתובת: רח' טשרניחובסקי 48, כניסה ג', ירושלים 92585

תוכן העבודה

1. תמצית מנהלים

- 1.1 כללי
- 1.2 פעילות החברה
- 1.3 אפיון הסביבה העסקית
- 1.4 אפיון פיננסי
- 1.5 שווי החברה
- 1.6 הערות

2. תיאור החברה ופעילותה

- 2.1 כללי
- 2.2 אפיון פעילות החברה
 - א. פרויקטים קבלניים
 - ב. פרויקטים יזמיים
- 2.3 אובליגו בנקאי וערבויות
- 2.4 תביעות משפטיות תלויות

3. אפיון הסביבה העסקית

- 3.1 ענף הנדל"ן לאור המשבר הכלכלי
- 3.2 לקוחות הענף
- 3.3 התחרות בענף
- 3.4 הרווחיות בענף

4. סקירה וניתוח פיננסי

5. מתודולוגיה ושיטות ההערכה

6. הערכת שווי החברה

- 6.1 גישת היוון תזרימי המזומנים
- 6.2 תחזית תזרים המזומנים ושווי החברה
 - 6.2.1 תחזית כוללת
 - 6.2.2 תחזית ביצוע
 - 6.2.3 תחזית יזמות

7. נספחים

1. תמצית מנהלים

1.1 כללי

נתבקשנו לעדכן את עבודת אפיון מצבה העסקי של חברת "XXX בע"מ" (להלן - "החברה") וחוות דעתנו לגבי שוויה הכלכלי של החברה שנעשתה בינואר 2009. לצורך כך קבלנו דוחות מעודכנים, מידע והסברים מהחברה לגבי אופי פעילותה, הכולל דו"ח מבוקר לשנת 2008, מאזן בוחן לשנת 2009, דוחות בנקאיים, מידע ודוחות על הפרויקטים שהחברה מבצעת וחומר פיננסי וכלכלי אחר, כמפורט בגוף הערכת השווי. ניתחנו את המידע וליקטנו מידע ממקורות נוספים, כפי שיפורט בגוף העבודה. שיטות ההערכה התבססו על מתודות מקובלות, כמפורט בגוף הערכת השווי.

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 הפרויקטים שהיא מבצעת והפרויקטים היזמיים, על מערך העובדים, הלקוחות והספקים שלה ועוד. הדוחות הכספיים של החברה היוו בסיס ללימוד ואפיון מבנה הפעילות הפיננסי של החברה.

1.2 פעילות החברה

חברת XXX בע"מ עוסקת בייזום וקבלנות בענף הבניה מזה כ- 30 שנה. החברה הוקמה על ידי XXX, מהנדס אזרחי עם יותר מ- 50 שנות ותק בתחום הבניין והנה בבעלות XXX. בשנות קיומה הראשונות עסקה החברה בעיקר בפרויקטים עבור המגזר הציבורי והביטחוני אך בשנים האחרונות עברה להתמקד בפרויקטים למגורים, תוך התמקדות בבניה לציבור הדתי והחרדי במודיעין עלית, אלעד, בית-שמש, ראשל"צ, רחובות, כפר סבא וגדרה.

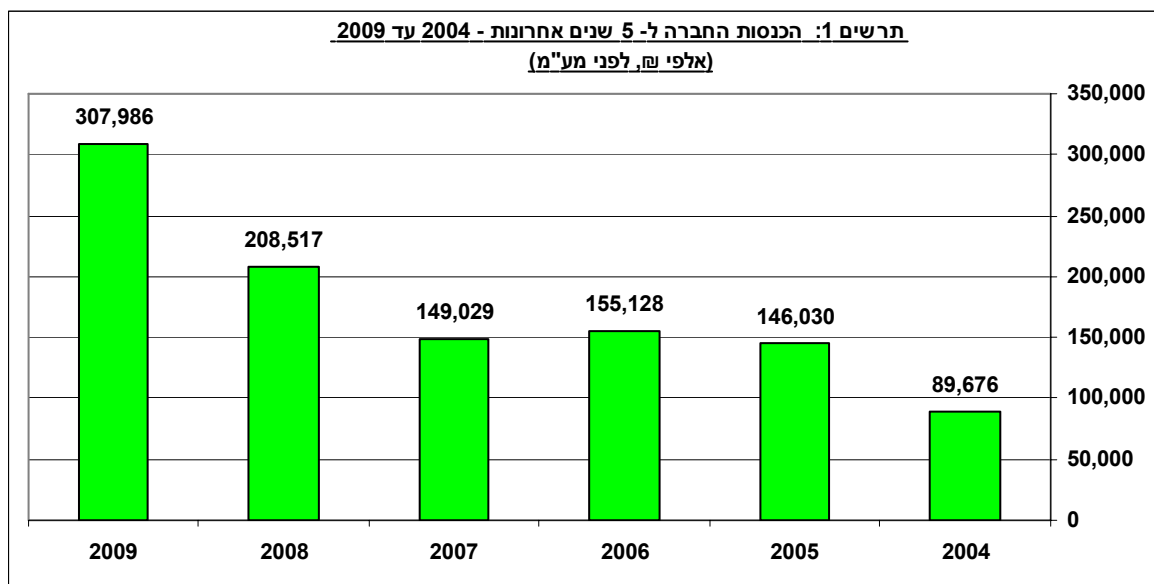
בנוסף לפעילות הקבלנית, החלה החברה בשנים האחרונות להשקיע בנדל"ן בישראל בייזום פרויקטים למגורים. מהלך זה מרחיב את עסקי החברה לתחומים חדשים ומגדיל את היקפי העסקאות אך גם חושף את החברה לסיכונים עסקיים.

החברה מחזיקה צוות קבוע של כ- 60 עובדים ישראליים כולל מנהלי פרויקטים, מנהלי עבודה, וצוותי הנהלה ומנהל.

היקף הפעילות השנתי של החברה בשנת 2009 עמד על כ- 308 מיליון ₪ לפני מע"מ. נתונים אלה מבוססים על נתוני מאזן הבוחן של החברה לשנת 2009 (סקירת פעילות פיננסית מלאה מובאת בהרחבה בפרק 4 בהמשך).

עפ"י הדוחות המבוקרים ומאזני הבוחן עליהם התבססנו לביצוע הערכת השווי, הכנסות החברה הכפילו עצמם תוך 5 שנים פי 3.5 מסך של כ- 85 מיליון ₪ בשנת 2004 לכ- 308 מיליון ₪ בשנת 2009. עלייה חדה במיוחד נרשמה בין 2008 ל- 2009 כאשר עלו ההכנסות בכ- 100 מיליון ₪. נציין כי ההכנסות ב 2009 כוללות תקבולים מפרויקטים יזמיים בסך של כ 60 מיליון ₪, ב - 2008 נרשמו התקבולים במאזן ולא בדוח רו"ח (ראה לוח 1 ותרשים 1 להלן).

XXX בע"מ		
לוח 1: היקפי מכירות ברמה שנתית		
אלפי ש"ח, לפני מע"מ		
שנה	הכנסות	צמיחה שנתית
2004	89,676	
2005	146,030	63%
2006	155,128	6%
2007	149,029	-4%
2008	208,517	40%
2009	307,986	48%



פעילות קבלנית ויזמית

נכון למאי 2010 מעורבת החברה ב- 16 פרויקטים, מתוכם 13 קבלניים ו- 3 יזמיים. ראה לוח 2 להלן את קצב התפתחות היזמות בחברה מאז 2004:

XXX בע"מ		
לוח 2: קצב התפתחות יזמות		
שנה	יחידות דיור	מצב התקדמות
2004	60	הסתיימו
2005	תוספת 100	הסתיימו
2006	0	
2007	תוספת 130	הסתיימו
2008	תוספת 200	בעבודה
2009	0	
2010	0	

הערה: בנוסף ישנם גם שטחי מסחר

סך היקף החוזים בכלל הפרויקטים בהם פעילה החברה, בתחומים הקבלניים והיזמיים יחדיו (בצמוד למדד, כולל שינויי דיירים וחריגים) עומד על כ- 837 מיליון ₪. סך תקציב ההוצאה המעודכן של כלל הפרויקטים עומד על כ- 770 מיליון ₪, סכום המשקף רווח צפוי לחברה מפרויקטים בסך של כ- 67 מיליון ₪. אחוז הרווח הצפוי בגמר הפרויקטים עומד על כ- 8.0% (ראה לוח 3)

XXX בע"מ			
לוח 3: ריכוז מצב פרויקטים קבלניים ויזמיים לתאריך 05/10 (אלפי ₪)			
סעיף / סוג פרויקט	קבלני	יזמי	סה"כ
מס' יח"ד	1,416	276	1,692
הכנסות			
היקף חוזה ממועד/כולל שינויי דיירים / חריגים	661,491	175,925	837,416
אחוז ביצוע הכנסות מצטבר	79.6%	62.8%	76.1%
הוצאות			
תקציב הוצאות כולל (עד לגמר הפרויקט)	635,459	134,998	770,457
אחוז ביצוע הוצאות מצטבר	81.3%	75.4%	80.3%
רווחיות			
צפי לרווח בגמר הפרויקטים בסיומם	26,032	40,927	66,959
אחוז רווח בגמר הפרויקט	3.9%	23.3%	8.0%

ממצא חשוב שנציין כבר בשלב זה הוא שאחוז הרווח הצפוי בגמר הפרויקטים הקבלניים עומד על כ- 3.9% לעומת 23.3% בפרויקטים היזמיים.

בגוף העבודה מאופיינים הפרויקטים בהרחבה בהיבטים שונים ובחתכים שונים.

אובליגו בנקאי וערבויות

אובליגו

סך האובליגו הבנקאי של החברה עומד על כ- 129 מיליון ₪, כאשר מתוכו, האובליגו הכספי של החברה (כלומר - אשראי כספי במסגרות חח"ד, הלוואות ומימון כספי לפרויקטים היזמיים) עומד על כ- 20.8 מיליון ₪ ויתר החבויות הן ערבויות בגובה כ- 109 מיליון ₪. נוסף על כך לחברה יש בטוחות כספיות בצורת פיקדונות, מט"ח ושיקים למשמרת בסך של כ- 28.4 מיליון ₪ (ראה לוח 4):

XXX בע"מ				
לוח 12: שימושי האשראי בחברה (ל- 31/12/09, אלפי ₪)				
אחוז מסך		פעילות	קבלנות	
האשראי	סה"כ	יזמית	ביצוע	סוג אשראי / סוג פעילות
				אשראי
30%	20,806,454	13,069,578	7,736,876	אשראי כספי
70%	108,928,011	94,015,353	14,912,658	ערבויות
100%	129,734,465	107,084,931	22,649,534	סה"כ
	100%	83%	17%	
				בטוחות כספיות
95%	26,896,984	24,939,311	1,957,673	פיקדונות
3%	801,925	0	801,925	יתרת מט"ח
3%	761,938	4,000	757,938	שיקים למשמרת
100%	28,460,847	24,943,311	3,517,536	סך בטוחות
	100%	88%	12%	

האובליגו כולל שתי קבוצות אשראי:

1. אשראי למימון עבודת קבלנות הביצוע הכולל אשראי כספי בגובה כ- 7.7 מיליון ₪ וערבויות בגובה כ- 15 מיליון ₪.

2. אשראי למימון פעילות היזמות הכולל אשראי כספי בגובה כ- 13 מיליון ₪ וערבויות בגובה כ- 94 מיליון ₪.

יש לציין כי ישנו פער גדול בין נתוני האובליגו שהוצגו בסעיף זה לבין נתוני הערבויות המוצגים בסעיף הבא. פער זה נובע מכך שנתוני האובליגו מעודכנים ליום האחרון של שנת 2009 ואילו נתוני הערבויות מעודכנים למאי 2010. את הפער הזה ניתן להסביר על ידי סיום פרויקטים של החברה בתקופה זו.

ערבויות

המידע המרוכז על הערבויות (בפרק 2.3 להלן) מציג חיתוך של מצבת הערבויות לפי שלושה פרמטרים: סוג ערבות, מקור מימון, ושם הנערב. סך יתרת הערבויות המשוערכת עומד על כ- 30 מיליון ₪.

סך של כ- 22.5 מיליון ₪ (משוערך) מהווה את היתרה המשוערכת לערבות ביצוע או ביצוע/טיב, 74.1% מכלל הערבויות שנתנה החברה.

26 מבין 48 הערבויות הנוכחיות של החברה ניתנו על ידי בנק הפועלים בסך של כ- 16.9 מיליון ₪, סכום זה מהווה כ- 55% מסך כל הערבויות. שאר הסכום, כ- 13.5 מיליון ₪ ניתן על ידי מוסדות פיננסיים אחרים (כלל, ירושלים, מזרחי, אדנים).

מהתבוננות בפרוט הנערכים ניתן לראות כי סכום של כ- 7.4 מיליון ₪ ניתן כערבות לחברת XXX, כ- 24% מכלל ערבויות החברה. סכום נוסף של כ- 4.4 מיליון ₪ ניתן כערבות לXXX, כ- 15% מסך הערבויות. לקוחות אחרים להם ניתנו ערבויות הם: XXX, XXX, XXX ועוד.

תביעות משפטיות

נכון לחודש פברואר 2010 עומדים כנגד החברה 9 תיקים משפטיים, בחלקם מופיעה החברה כצד שלישי ובחלקם כנתבעת. 5 מתוך התביעות הן תביעת דייר בגין ליקוי בנייה, תביעה אחת היא של קבלן משנה, תביעה אחת היא צו עשה ושתי תביעות בנושאי יחסי עבודה.

סך התביעות מגיעות לכ- 1.2 מיליון ₪, אך לפי הערכות עורכי הדין של החברה, הסיכון אליו חשופה החברה מגיע לכ- 15% בלבד מסכום זה, כ- 176 אלף ₪. כנגד סכום זה בוצעו ההפרשות הנחוצות בספרי החברה.

במקביל החברה תבעה את כונס הנכסים של חברת XXX על סך 5 מיליון ₪.

1.3 אפיון הסביבה העסקית

ענף הנדל"ן היה מהענפים הכלכליים הבולטים בשנת 2009 והוא עבר כמה שינויים מהותיים במהלך השנה, מאז העבודה הקודמת מינואר 2009.

הביקוש לנדל"ן, בעיקר דירות למגורים והשקעה, עלה לשיאים חדשים במהלך שנת 2009. לכך תרמה הריבית הנמוכה שנבעה ממדיניות בנק ישראל לחלץ את ישראל מהמשבר הכלכלי של שנת 2008. ריבית זו אפשרה קבלת משכנתאות זולות והגבירה את האטרקטיביות של נדל"ן כהשקעה לעומת אפיקים אחרים.

עם זאת, לא נרשם גידול בהיצע הדירות למגורים. בשנת 2009 עמד מספר התחלות הבנייה על כ- 32 אלף יחידות דיור, בדיוק כמו בשנת 2008. עם זאת, יש לציין כי הממשלה מנסה באמצעי מדיניות שונים, בין היתר באמצעות רפורמה במיסוי מקרקעין ורפורמה מקיפה במנהל מקרקעי ישראל ובהליכי התכנון והבנייה, להגדיל את היצע יחידות הדיור בישראל.

לאור התיאור הנ"ל, לא פלא שמחירי הדיור עלו בשנת 2009 באופן ניכר. מסקר שערכה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס) עולה כי מחירי הדירות בישראל עלו ברבעון הראשון של 2010 ב- 15.9% לעומת הרבעון הראשון של 2009.

תיאור מעמיק של ההתפתחויות בשוק הנדל"ן מופיעות בסעיף 3.1 להלן.

ניתן לחלק את חברות הנדל"ן העוסקות בבנייה בארץ לשלוש קבוצות: חברות העוסקות בייזום בלבד, חברות העוסקות בביצוע בלבד, וחברות המצהירות כי הן עוסקות בשניהם יחד (כמו XXX). על פי מדגם קטן שאינו מייצג ומובא על מנת לספק אינדיקציה בלבד, (לוח 18 להלן) עמד הרווח הגולמי בחברות הייזום על כ- 23% מההכנסות.

לעומת זאת, בחברות הביצוע עמד שיעור הרווח הגולמי הממוצע על כ- 8% בלבד. בקבוצה השלישית המונה חברות העוסקות בביצוע לצד יזמות ובה חברות כמו XXX ו-XXX עמד הרווח הגולמי על כ- 22% מההכנסות, בדומה לחברות הייזום.

1.4 אפיון פיננסי

להלן לוח 5 המציג בתמצית את הפעילות הפיננסית של החברה בשנים 2004-2009. נציין כבר בשלב זה כי נתוני שנת 2009 מבוססים על מאזני הבוחן של החברה ולכן יש לנקוט זהירות בהתייחסות אליהם.

עוד נציין בהקשר זה כי הרווח לשנת 2009 יהיה בודאי נמוך יותר מזה המוצג במאזני הבוחן של החברה.

XXX בע"מ						
לוח 5: תמצית דו"ח רווח והפסד 2004-2009						
שנה	2004	2005	2006	2007	2008	2009
הכנסות	89,676	146,030	155,128	149,029	208,517	307,986
עלות המכר	85,875	136,407	147,548	140,096	200,241	289,042
רווח גולמי	3,801	9,623	7,580	8,933	8,276	18,944
הוצאות תפעול	3,211	4,379	5,838	6,343	7,399	2,729
רווח תפעולי	590	5,244	1,742	2,590	877	16,215
רווח נקי	409	3,124	870	1,277	-52	
מקור הנתונים	ד.מבוקר	ד.מבוקר	ד.מבוקר	ד.מבוקר	ד.מבוקר	מ.בוחן

ניתן לראות כי היקפי הפעילות של החברה גדלו עקבית לאורך 6 השנים האחרונות.

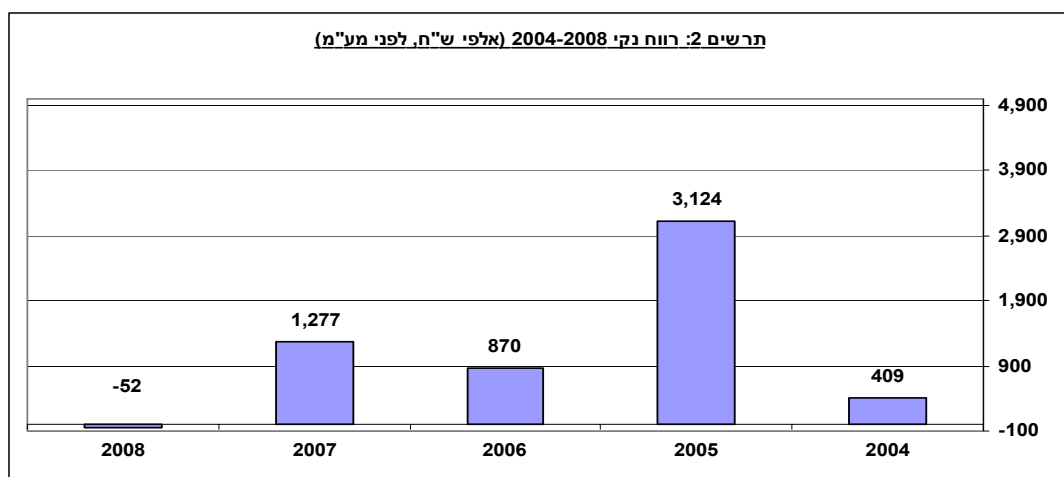
כאמור, ההכנסות הכפילו עצמם פי 3.5, הרווח הגולמי עלה מסך של כ- 3.8 מיליון ₪ בשנת 2004 לסך של כ- 8.2 מיליון ₪ בשנת 2008.

הרווח הנקי הכפיל עצמו פי 8 לערך ב- 2005 לעומת שנת 2004 ושילש עצמו מסך של כ- 400 אלף ₪ ב 2004 לסך של כ- 1.3 מיליון ₪ בשנת 2007 (ראה גם תרשים 2 בהמשך).

עם זאת, בשנת 2008 נרשם לראשונה הפסד נקי, קטן, של כ- 52 אלף ₪. את ההפסד, על אף העלייה הגדולה בהכנסות, יש לייחס לירידה בשיעור הרווח הגולמי והעלייה בהוצאות התפעול ועלויות המימון.

יש לציין כי על אף שמאזן הבוחן לשנת 2009 מראה עלייה משמעותית בהכנסות הוא מייצג נכונה את הרווח של אותה שנה היות ואין התייחסות חשבונאית לפרויקטים יזמיים, אין הפרשות להשלמת עבודה של פרויקטים קבלניים, וכן אין הפרשה להוצאות תקופתיות שוטפות (כמו פחת, פיצויים, חופשה, אחריות, טיב וכו').

תרשים 2 נותן ביטוי גרפי לנתונים אלו:



גם ממאזני החברה ניתן לראות את צמיחת פעילותה של החברה צמחה ב- 5 השנים האחרונות (להלן לוח 6):

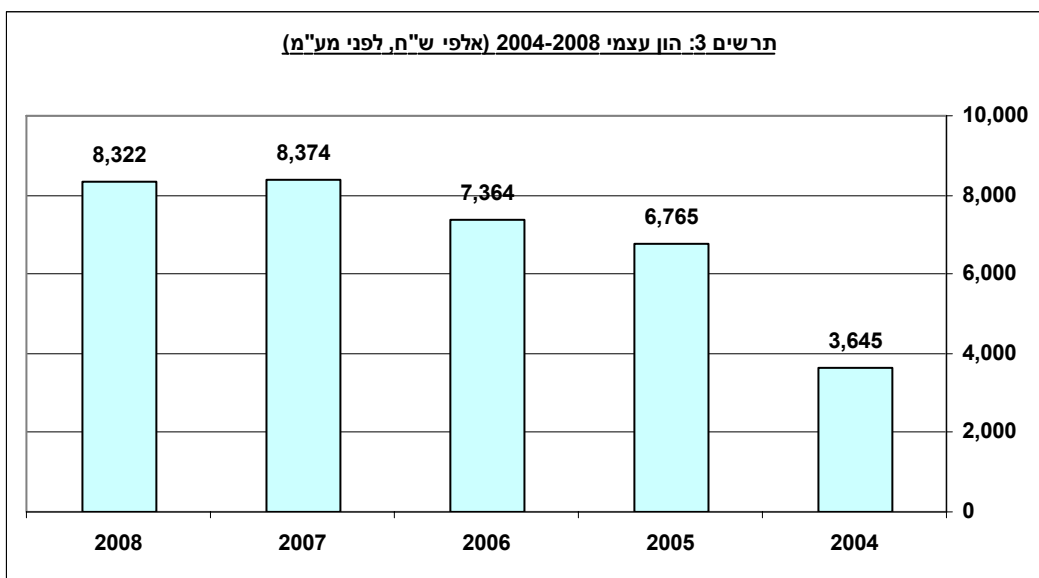
XXX בע"מ					
לוח 6: תמצית דו"ח מאזן 2004-2008					
שנה	2004	2005	2006	2007	2008
נכסים					
סך רכוש שוטף	37,694	52,819	53,218	45,993	110,949
סך השקעות ויתרות חובה לזמן ארוך	609	529	641	1,063	1,653
רכוש קבוע נטו	2,750	4,826	5,130	4,785	5,585
סה"כ המאזן	41,053	58,174	58,989	51,841	118,187
התחייבויות + הון עצמי					
סך התחייבויות שוטפות	36,175	42,276	47,369	39,118	95,054
סך הלוואות לזמן ארוך	1,233	9,134	4,255	4,349	14,811
הון עצמי	3,645	6,765	7,364	8,374	8,322
מקור הנתונים	ד.מבוקר	ד.מבוקר	ד.מבוקר	ד.מבוקר	ד.מבוקר

סך הרכוש המאזן עלה מסכום של כ- 41 מיליון ₪ ב- 2004 לשיא של כ- 118 מיליון ₪ ב- 2008.

ההון העצמי גדל משמעותית, מסך של כ- 3.6 מיליון ₪ ב- 2004 לסך של כ- 8.3 מיליון ₪ ב- 2007, ו- 2008. ההון העצמי למעשה נותר זהה בין 2007-2008 בשל ההפסד הקטן שרשמה החברה.

עוד נציין כי יחסי הנזילות ומדד ההון החוזר מצביעים על נזילות טובה של החברה בשנים הנסקרות במאזני החברה.

בתרשים 3 ניתן לראות את התפתחות ההון העצמי:



1.5 הערכת שווי החברה

פרקים 5 ו-6 מציגים את המתודולוגיה עליה מתבססת הערכת השווי ואת הערכת שווי החברה. 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. לשווי 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 בבנקים או אצל לקוחות או ספקים.

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 5 ו-6**).

לבניית תחזית הכנסות, גזירת תזרים מזומנים להערכת שווי החברה, הונחו הנחות, כמפורט בגוף הערכת השווי.

מכיוון שהחברה עוסקת ב-2 סוגי פעילות – ביצוע ויזמות, הוגדרו 3 תזרימי מזומנים ולמעשה 3 הערכות שווי: לכלל פעילות החברה כנגזרת של שני תחומי הפעילות, אשר לכל אחד מהם הוגדר תזרים מזומנים נפרד.

שווי החברה

תזרים המזומנים נגזר מתחזית הפעילות, תוך מתן ביטוי למכלול הפרמטרים לבניית התזרים הכוללים, תחזיות מכירות, שיעורי מרווח גולמי, יחס הוצאות אחרות להכנסות, החזר הלוואות לבעלי עניין ולמשפחת XXX, התאמות תחזית רו"ה לתזרים ועוד (ראה **פרק 6 - הערכת שווי החברה**). התזרים הנגזר מכלל הפעילות מסתכם לכ- 72 מיליון ₪.

שווי כלל פעילות החברה עומד בהתאם על כ- 29 מיליון ₪. כדי לקבל את שווי החברה משווי הפעילות יש להוסיף לשווי פעילות החברה את עודף הנכסים הפיננסיים על ההתחייבויות הפיננסיות. עודף זה עומד על כ- 16.5 מיליון ₪ במינוס (כלומר עודף התחייבויות הפיננסיות על הנכסים הפיננסיים). למידע אודות המרכבים את עודף הנכסים ראה פרק הערכת השווי.

בכפוף לאמור לעיל, שווי החברה, שהוא נגזרת של שווי פעילות החברה, בניכוי עודף ההתחייבויות הפיננסיות על הנכסים הפיננסיים, עומד על כ- 12.6 מיליון ₪.

יש לציין כי לולא החזרי ההלוואות לבעלי עניין ומשפחת XXX בשנים הראשונות לתחזית, בסך כולל של כ- 6.5 מיליון ₪ היה עומד שווי החברה על כ- 18 מיליון ₪. לפירוט ממצאי שווי החברה בהרחבה, ראה פרק 6 בגוף העבודה.

כאמור, הוגדר גם תזרים מזומנים נפרד לפעילויות החברה השונות ממנו נגזר שווי לכל תחום בנפרד. לפירוט ממצאי שווי פעילות היזמות והביצוע בהרחבה, ראה פרק 6 בגוף הערכת השווי.

1.6 הערות

להכנת הערכת שווי זו לא ערכנו בדיקה עצמאית של הנתונים אלא התבססנו על נתונים שקיבלנו מן החברה, הכוללים דוחות הכספיים מבוקרים לשנים 2004-2008, מאזן בוחן לשנת 2009, דוחות בנקאיים, דוחות ומידע על פרויקטים, 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 הערכת השווי.

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