



אקסלוט בע"מ

הערכת שווי ליום 30/06/2019

14 ליוני, 2019

יודי



לכבוד אקסלוט בע"מ

שלום רב,

נתבקשנו על-ידי דניאל כהן מנכ"ל חברת אקסלוט בע"מ (להלן: "מזמין העבודה") להכין הערכת שווי ליום 30/06/2019 (להלן: "מועד הערכת השווי") לחברת אקסלוט בע"מ (להלן: "החברה").

עבודה זו מיועדת לשימושה הבלעדי של מזמין העבודה לצורך פעילותה עם ממשלת רואנדה.

לצורך עבודתנו התבססנו על נתונים ומסמכים, כמפורט להלן:

- דוחות כספיים של החברה מבוקרים לשנת 2016 ו-2017 ומאזני בוחן לשנת 2018 וליום 20/05/2019.

- תחזית להכנסות החברה לשנים 2019-2021 שהוכנה על ידי החברה

- מצגת חברה

ממצאינו יישמשו את מזמין העבודה לצרכיו הפנימיים. אין לעשות שימוש אחר בחוות דעת זו למעט האמור לעיל, ובכלל זה, לפרסמה או לצטטה במלואה או חלקים ממנה, ואין להעבירה לצד ג' כלשהו, ללא קבלת אישורנו המפורש בכתב ומראש.

עבודתנו כוללת אומדנים המבוססים על הגישה על-פיה פועל משקיע פיננסי, המודרך על-פי שיקולים כלכליים, הלוקחים בחשבון את מבחני הרווחיות, זרמי המזומנים והסיכונים. המידע, הכלול במסמך זה, אינו כולל בהכרח את כל המידע אותו ידרוש משקיע או שותף פוטנציאלי ותוצאות עבודה זו אינן מיועדות לקבוע את שווי החברה למשקיע ספציפי, מכיוון ששיקוליו בקביעת שווי עשויים להיות מושפעים מגורמים נוספים, אשר לא נלקחו על-ידנו בחשבון, כגון: איחוד מטות, סינרגיזם אנכי או אופקי, יתרון לגודל, גישה למקורות מימון וכו'. בשל גורמים אלו, משקיע אסטרטגי, יהיה מוכן, לעתים, לשלם פרמיה נוספת מעבר לשווי הכלכלי.

בעבודה זו, לא בוצעו בדיקות נאותות (Due diligence חשבונאיות, משפטיות ופיזיות), ואין היא מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים או כל מידע אחר, הכלולים בבדיקת נאותות, לרבות בדיקת חוזים והתקשרויות של הקבוצה. פירוש מסמכים שונים, שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצרכי חוות דעת זו.

לצורך ביצוע העבודה הנחנו, שהנתונים הפיננסיים, נתונים שונים והמצגים עליהם התבססו הינם שלמים והוגנים ולא אימתנו אותם באופן בלתי תלוי, ולמטרות ביצוע עבודה זו הנחנו שהם מדויקים ו/או שלמים ו/או הוגנים. אין לנו סיבה להניח, שהנתונים עליהם התבססו אינם מדויקים ו/או שלמים ו/או הוגנים. ההסתמכות עליו אינה מהווה אימות או אישור לנכונותו. אם יתברר, שהנתונים הפיננסיים, נתונים אחרים והמצגים שהועברו אינם מדויקים ו/או שלמים ו/או הוגנים ייתכן ויידרש עדכון ו/או תיקון לעבודה זו.

מוטי דטלקרמר

שותף BDO



Moti Dattakumar
CPA

תשומת לב כי רק למורשים יש גישה למסמך זה

1. כל אדם שאינו נמען של דוח זה או שלא חתם על הצהרת אי תלות או מכתב אחריות אישית ל-BDO Consulting Group אינו מורשה לקבל גישה למסמך זה. אנו לא נושאים באחריות לאדם לא מורשה שראה מסמך זה או לכל אדם אחר שמסמך זה הגיע לידיהם. אם אדם לא מורשה בוחר להסתמך על התוכן של מסמך זה, הוא נושא באחריות על כך לבדו. אדם לא מורשה, ששייג גישה לקרוא מסמך זה, נדרש להבין את התנאים הבאים:
2. מסמך זה הוכן בתיאום עם הנחיות, שסופקו מהנמען באופן בלעדי ולצרכו ושימושו האישי, ולגורמים נוספים להם אנו מאשרים במפורש ובכתב להסתמך או להשתמש בעבודתנו.
3. ל-BDO Consulting Group, שותפיה, עובדיה ונציגיה אין אחריות כלפי הקורא, לגרימת נזקים (כולל מחויבות, רשלנות או אחריות מוגדרת), או בכל אופן אחר. אנו לא מחויבים לדבר על מסמך מסמך זה או על דיוק התכנים בו וכי המידע לא השתנה מאז תאריך כתיבת המסמך. אנו לא נושאים באחריות בכל מקרה של הפסד, נזק או הוצאה כספית שנוצרה בעקבות כל שימוש שבחרו הקוראים לעשות במסמך זה, או בכל הסתמכות של הקוראים על מסמך זה, או בכל אירוע אחר שבא בעקבות השגת גישה של הקוראים למסמך זה.
4. עבודתנו נוהלה בתיאום עם הוראות מקצועיות מתאימות. בתחומים אחרים, נהלים ומנהגים הרלוונטיים לעבודה חשבונאית עשויים להיות שונים ויתכן שהנתונים יוצגו בצורה שונה. לכן מסמך זה לא נערך בתיאום עם נהלים ומנהגים של אף גוף מקצועי מתחום אחר.
5. אין להפנות אל מסמך זה או לצטט אותו או חלקים ממנו, בכל מסמך אחר החשוף לצד ג'.

בהערכת שווי זו התייחסנו גם למידע צופה פני עתיד, שנמסר לנו, כאמור, על-ידי הנהלת החברה. מידע צופה פני עתיד הינו מידע בלתי ודאי לגבי העתיד, המבוסס על מידע קיים בקבוצה למועד הערכה, וכולל הערכות של הנהלת הקבוצה או כוונותיה, נכון למועד ההערכה. אם הערכות אלה של הנהלה לא תתממשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המוערכות או המשתמעות ממידע זה, ככל שנעשה בו שימוש.

עבודה כלכלית אינה מדע מדויק, והיא אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נכון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים, הנחות יסוד שנקבעו ותחזיות שנאמדו. שינויים במשתנים העיקריים ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות היסוד ובהתאם את המסקנות.

אנו שומרים לעצמנו את הזכות לשוב ולעדכן את הערכת השווי לאור נתונים חדשים, שלא הובאו בפנינו קודם.

הרינו לציין, כי אין לנו עניין אישי במזמין העבודה, הננו בלתי תלויים במזמין העבודה, כמשמעותו של מונח זה בחוק ראי חשבון תשט"ו 1955 ובתקנות, שהותקנו על-פיו. עוד נציין, כי לא נקבעו התניות לקבלת שכר הטרחה בקשר עם תוצאות עבודתנו.

ביצוע החישובים בעבודה זו נעשה באמצעות שימוש בגיליון אלקטרוני, לפיכך יתכנו הפרשי עיגול.

עבודה זו מיועדת למזמיני העבודה בלבד. אין להעבירה לצד ג' כלשהו, לפרסמה או לצטטה, במלואה או חלקים ממנה, ללא קבלת אישורנו המפורש בכתב ומראש.

תוכן עניינים

5	1	תמצית הערכת השווי
9	2	תיאור חברה
13	3	הצגת דוחות כספיים
16	4	מתודולוגיה
19	5	הערכת שווי החברה

תמצית הערכת השווי



- שווי הון המניות למועד הערכת השווי בגישת ה-DCF הינו 24,586 אלפי ₪.
- שווי הון מניות החברה למועד הערכת השווי בגישת מכפיל ההכנסות הינו 21,122 אלפי ₪.
- שווי הון מניות החברה למועד הערכת השווי בגישת מכפיל ה-EBITDA הינו 26,800 אלפי ₪.
- שווי הון מניות לפי ממוצע משוקלל של כל השיטות הינו 24,399 אלפי ₪.
- שיעור ההיוון בו השתמשנו לצורך הערכת השווי הינו 21.50%

רקע לעבודה

אקסלוט בע"מ הינה חברה שעוסקת בתחום המסחר המקוון אשר פיתחה פלטפורמה דיגיטלית (Saas) לשילוח בינלאומי של פריטי סחר מקוון. הפלטפורמה מיועדת עבור Market Places, אתרי סחר מקוון וחברות שילוח/לוגיסטיקה.

במסגרת הסכם שיתוף פעולה עם רואנדה הוסכם כי ממשלת רואנדה באמצעות JV משותף עם אקסלוט תשלם לאקסלוט סכום של 850 אלף דולר. חברת אקסלוט תחזיק 52% ממניות החברה במשך 7 שנים. לממשלת רואנדה ניתנת האופציה לרכוש 2% מהחברה לאחר 7 שנים.

הערכת השווי של החברה בוצעה על בסיס פעילותה בישראל ולא נכללו בהערכת השווי פעילויות נוספות שהחברה צופה להיכנס אליהן כמו אנגליה, ארה"ב, איטליה, מזרח אירופה ורואנדה (לאחר הטמעת ההסכם).

גיוסי הון של החברה

החברה הוקמה בשנת 2016 ועד ליום 30/06/2019, הושקעו בחברה כ-2.2 מיליון דולר באמצעות הזרמת כסף בתמורה למניות, אופציות והלוואות המירות למניות.

סבב 'סיד' ראשון התבצע במהלך שנת 2017 וגויסו כ-850 אלף דולר לפי שווי של 2.5 מיליון דולר. סבב 'סיד' שני בוצע במהלך שנת 2018 וגויסו כ-900 אלף דולר לפי שווי של 5 מיליון דולר, בחודש מאי 2018, נחתם הסכם השקעה עם חברת אוברסיז קומרס לפיו נתנה לאקסלוט הלוואה המירה למניות בסך של 450 אלף דולר.

תוצאות- שווי פעילות בגישת DCF

גישת היוון תזרימי מזומנים עתידיים ("DCF")

לצורך חישוב פעילות החברה לפי גישת ה-DCF התבססנו על תחזית המכירות של החברה. לאחר מכן בוצעו התאמות לתזרים חופשי שהונו בשיעור היוון של 21.50%. שווי הפעילות לפי גישת היוון תזרימי המזומנים הסתכם לסך של כ-25,115 אלפי ₪.

שווי הון מניות אקסלוט לפי DCF (אלפי ₪)	
שווי פעילות אקסלוט לפי DCF	25,115
חוב פיננסי, נטו	(529)
שווי הון מניות	24,586

ההתאמה שבוצעה הייתה בניכוי נכסים פיננסיים שיתרתם בזכות ליום 10 למאי, 2019. ועל כן שווי החברה לאחר ביצוע ההתאמות הינו 24,586 אלפי ₪.

תמצית האינדיקציה לשווי

תוצאות- שווי פעילות בגישת המכפילים

גישת המכפילים

לצורך חישוב שווי הפעילות של החברה לפי גישת המכפיל בחנו נתונים של חברות השוואה הפועלות בתחום השילוחים. בהתאם לנתונים כאמור, אומדן מכפיל ההכנסות ואומדן מכפיל ה-EBITDA התבססו על ממוצע של אומדן מכפיל ההכנסות וה-EBITDA של אותן חברות השוואה. המכפילים הוכפלו בתוצאות החברה לפי תחזית החברה לשנת 2020.

תוצאות שווי הון מניות - גישת מכפיל ההכנסות

שווי הפעילות של החברה למועד הערכת השווי- 30/06/2019 לפי מכפיל הכנסות הסתכם לסך של 21,651 אלפי ₪.

שווי הון מניות אקסלוט לפי מכפיל הכנסות (אלפי ₪)	
שווי פעילות מכפיל הכנסות	21,651
חוב פיננסי, נטו	(529)
שווי הון מניות	21,122

ההתאמה שבוצעה הייתה בניכוי נכסים פיננסיים שיתרתם בזכות ליום 10 למאי, 2019. ועל כן שווי החברה לאחר ביצוע ההתאמות הינו 21,122 אלפי ₪.

תוצאות שווי הון מניות - גישת מכפיל EBITDA

שווי הפעילות של החברה למועד הערכת השווי- 30/06/2019 לפי מכפיל EBITDA הסתכם לסך של 27,329 אלפי ₪.

שווי הון מניות אקסלוט לפי מכפיל EBITDA (אלפי ₪)	
שווי פעילות מכפיל EBITDA	27,329
חוב פיננסי, נטו	(529)
שווי הון מניות	26,800

ההתאמה שבוצעה הייתה בניכוי נכסים פיננסיים שיתרתם בזכות ליום 10 למאי, 2019. ועל כן שווי החברה לאחר ביצוע ההתאמות הינו 26,800 אלפי ₪.

שווי מניה ממוצע בשתי הגישות

להלן שווי המניות הממוצע בשתי הגישות:

שווי הון מניות לפי ממוצע משוקלל (אלפי ₪)	%	שווי משוקלל
שווי מניות לפי DCF	70%	24,586
שווי מניות לפי מכפיל EBITDA	15%	4,020
שווי מניות לפי מכפיל הכנסות	15%	3,168
סך הכל שווי מניות	100%	24,399

שווי הון מניות חברת אקסלוט ליום 30/06/2019, בשקלול כלל השיטות מסתכם לסך של **24,399 אלפי ₪**. שווי הון מניות חברת אקסלוט לפי שער חליפין דולר/שקל, ליום 30/06/2019 (3.566) מסתכם לסך של כ- **6.8 מיליון דולר**.



הנושאים העיקריים בפרק זה:

- שוק המסחר המקוון
- תיאור החברה
- הנהלת החברה

תיאור החברה והשוק

שוק המסחר המקוון וחברת אקסלוט בע"מ

שוק המסחר המקוון

כללי

שנת 2018 הסתכמה בשיאים חדשים בקניות של ישראלים באינטרנט. שוק המסחר האלקטרוני בישראל מוערך בכ-16 מיליארד ש"ח, כאשר 65% מסך הסכום הן קניות של ישראלים באתרים בחו"ל (כ-10.4 מיליארד ש"ח). שוק המסחר המקוון בישראל צומח בקצב של 20%-30% וישראל נחשבת לאחת המדינות המובילות בעולם בהיקפי הקניות באינטרנט גם בחישוב לפי נפש וגם במספרים אבסולוטים.

ההערכות הן כי בשנת 2018 הגיעו לאורך 72 מיליון חבילות שישראלים רכשו באינטרנט.

לצורך השוואה, בשנת 2010 הזמינו הקונים הישראלים באינטרנט 18 מיליון חבילות מחו"ל, זאת עליה של 400% בתוך 8 שנים.

מתוך סקר שערך משרד הכלכלה והתעשייה בנושא מסחר מקוון עולה כי 46% מבעלי העסקים שיש להם חנות מקוונת ציינו כי הם משתמשים בשירותי דואר ישראל לשם שליחת המוצרים. כרבע ציינו כי הם עובדים עם חברות שליחויות פרטיות שונות בארץ. עוד עולה כי יותר משני שלישים מהמשיבים ציינו כי לא נתקלו בבעיות תפעוליות במכירה ו/או בשליחה. בקרב מי שנתקלו בבעיות, הבעיה השכיחה ביותר היא עיכוב או העלמות של משלוחים.

חברת אקסלוט בע"מ

כללי

חברת אקסלוט הוקמה בשנת 2016 ע"י דניאל כהן ואיציק ורסנו והחלה באפיון טכנולוגי וביסוס קשרים בחו"ל. החברה החלה את פעילותה העסקית על גבי המערכת שפיתחה בחודש מרץ 2017.

החברה פיתחה פלטפורמה דיגיטלית (SaaS) לשילוח בינלאומי של פריטי סחר מקוון. המערכת מיועדת עבור Market Places, אתרי סחר מקוון וחברות שילוח.

החברה פיתחה מערכת ייחודית ודיגיטלית המתממשת עם חוליות השרשרת הלוגיסטית ועם מערכות לניהול מחסנים ולמעשה מאפשרת שליטה וניהול בכל שלבי השרשרת הלוגיסטית החל מאיסוף בארץ המקור, הטסה, טיפול בנושא המכסי לפי ארצות יעד, מיון, הפצה ומעקב מלא אחר המשלוח.

אקסלוט הינה פלטפורמה דיגיטלית שמאפשרת פיקוח הדוק על השרשרת הלוגיסטית ועל שירות הלקוחות. אקסלוט אינה מחזיקה תשתית לוגיסטית והכל מבוצע ע"י שותפים לוגיסטיים.

רווח החברה הוא מהפער בין מחיר האתר לאקסלוט לבין התשלום לשרשרת הלוגיסטית, או כתשלום ישיר לפי מחיר עסקה על גבי המערכת.

תיאור החברה (המשך):

פיתוח עסקי

במהלך שנת 2018, החלה החברה להפעיל מחסן בקפריסין תוך התממשקות למערכת ניהול מערכת מחסנים (WMS) לבקשת חטיבת הלוגיסטיקה של עלי אקספרס ועל מנת להקטין את זמני השילוח ל-5 מדינות נוספות.

החברה חתמה בתחילת שנת 2019 על הסכם כוונות להקמת שותפות עם ממשלת רואנדה לניהול מסחר המקוון - ייבוא וייצוא על גבי מערכת אקסלוט. במסגרת ההסכם ממשלת רואנדה תשלם לאקסלוט 875 אלף דולר עבור פרויקט ההקמה וההתאמות הנדרשות. המערכת תחובר למרכז הלוגיסטי הראשי של המדינה כולל 110,000 מ"ר ותאפשר גישה לכל השחקנים הלוגיסטיים המובילים אשר כוללים חברת התעופה והנמלים והמכס. בכוונת הצדדים להרחיב את השירות למדינות נוספות במזרח אפריקה.

כמו כן, החברה במו"מ מתקדם להקמת JV מסוג דומה מול חברה מפעילת מסוף ומרכז לוגיסטי בסין ובאוקראינה בתשלום של 1 מיליון דולר לאקסלוט, עבור הקמת המערכת וההתאמות עבור שני המחוזות בסין ושווקי אוקראינה, בלרוס ואסטוניה. **חשוב לציין כי הערכת השווי לא לקחה בחשבון התקיימות פעילות זו בתחזיות החברה.**

אוברסיז קומרס, שהינה מפעילת מסוף המכולות הימי הגדול בישראל (אשדוד וחיפה) וכן מפעילת מסוף אווירי בנתב"ג, הפכה לשותף עסקי של החברה ותטפל עבורה במשלוחי הסחר המקוון הנכנס לישראל והשקיעה בה 450 אלף דולר (כהלוואה המירה למניות).

הצוות הניהולי:



Daniel Cohen
Founder & CEO



Izack Varsanno
Co-Founder & CTO



Itay Ophir
VP Product



Eli Kortesty
BD & Sales, Chaina

הצגת דוחות כספיים

הנושאים העיקריים בפרק זה:

- מאזן
- דוח רווח והפסד



הצגת דוחות כספיים- אינפורמטיבי בלבד

מאזן

מאזן

מאזן (אלפי ₪)	31/12/2017	31/12/2016
התחייבויות שוטפות		
משיכת יתר		
צדדים קשורים	-	-
אשראי מתאגידים בנקאיים	301	47
ספקים	1,317	58
זכאים אחרים	105	73
סה"כ התחייבויות שוטפות	1,723	178
התחייבויות בלתי שוטפות		
צדדים קשורים	50	50
הלוואות לזמן ארוך	159	281
סה"כ התחייבויות לא שוטפות	209	331
סה"כ התחייבויות	1,932	508
הון עצמי		
פרמיה על מניות	174	174
מקדמה על חשבון מניות	2,491	-
יתרת הפסד	(2,861)	(503)
סה"כ הון	(196)	(329)
סה"כ הון והתחייבויות	1,736	179

מאזן (אלפי ₪)	31/12/2017	31/12/2016
נכסים שוטפים		
מזומנים ושווי מזומנים	607	45
לקוחות	566	-
חייבים אחרים	454	39
סה"כ נכסים שוטפים	1,628	84
נכסים לא שוטפים		
רכוש קבוע, נטו	108	95
סה"כ נכסים	1,736	179

הצגת דוחות כספיים- אינפורמטיבי בלבד

דוח רווח והפסד

דוח רווח והפסד

FY 18	FY 17	FY 16	רווח והפסד (באלפי ₪)
4,887	1,583	-	הכנסות
6,049	1,770	-	עלות ההכנסות
(1,162)	(187)	-	רווח גולמי
-24%	-12%		שיעור רווח גולמי מהכנסה
111	-	-	הוצאות מכירה
-	312	254	מחקר ופיתוח
2,074	1,790	227	הנהלה וכלליות
(3,347)	(2,290)	(481)	רווח (הפסד) תפעולי
-68%	-145%		שיעור רווח תפעולי מהכנסה
98	68	22	הוצאות מימון, נטו
(3,445)	(2,358)	(503)	הפסד לפני מיסים
	-	-	מס
(3,445)	(2,358)	(503)	רווח (הפסד) נקי
-71%	-149%		שיעור רווח נקי מהכנסה

* תוצאות 2018 אינן מבוקרות



הנושאים העיקריים:

- הערכת השווי בוצעה בשתי גישות: גישת ההשוואה וגישת היוון תזרים המזומנים.
- שיעור ההיוון לצורך הערכת השווי הוא 21.50%

כללי

קיימות מספר מתודולוגיות שונות, שבהן ניתן להעריך את השווי של פעילויות חברה עסקית או נכסים. לכל אחת מן המתודולוגיות השונות ייחוד משלה והיא דורשת התייחסות לפרמטרים שונים ומתאימה לטיפול בסוגי נכסים או להערכת מצבים עסקיים שונים. להלן תיאור כללי של ארבעת המתודולוגיות העיקריות בהן משתמשים לביצוע הערכות שווי.

גישת היוון תזרימי מזומנים

תחת גישה זו, שוויה של פעילות או נכס כלכלי נגזרים מתזרימי המזומנים שינבעו מהם במשך תקופה עתידית למועד ביצוע ההערכה. משך התקופה העתידית נקבע בהתאם לאופי הפעילות והתנאים הכלליים המגדירים אותה.

השלב הראשון בגישה זו, הינו בניית מודל מתמטי של "המציאות" העסקית אותה רוצים לאמוד. המודל הוא מערכת של קשרים לוגיים מתמטיים בין פרמטרים שונים אותם מעריכים כמשפיעים על התוצאות - העסקיות העתידיות של הפעילות/נכס נשואי הבדיקה. תוצאת המודל הינה שורה של תזרימי מזומנים, הנובעים מן הפרמטרים והנוסחאות השונות, ששימשו כהנחות למודל.

השלב השני, הינו היוון תזרימי המזומנים הנובעים מן המודל במחיר הון (ריבית), שנמצא מתאים לאופי הפעילות הנבחנת. פעולת היוון הינה הבאה לערכי הווה של ערכים עתידיים. מחיר ההון משקף את רמת הסיכון הקיימת בפעילות. ככל שהפעילות מוערכת כמסוכנת יותר, קרי, רמת הודאות הקיימת להתגשמות תזרימי המזומנים נמוכה יותר, כך יבחר מחיר הון גבוה יותר. ככל שמחיר ההון גבוה יותר, כך שווי התזרימים יהיה נמוך יותר.

לאחר שמתקבלת תוצאת היוון תזרימי המזומנים יש לבצע התאמות שונות בהתאם לכל פעילות. ההתאמות כוללות הערכת שווי השייר, קרי ערך תקופת הפעלה שלא נלקחה בחשבון בתזרימים המהוון (למשל תזרימים נבנה ל - 5 שנים ואילו הפעילות הכלכלית צפויה להמשך זמן רב יותר), התאמות שונות בגין סעיפים מאזניים קרי, הפחתה או הוספת ערכם של התחייבויות או נכסים עודפים לפעילות, שאינם נלקחים בחשבון במודל תזרימי המזומנים (למשל, ערכם של מזומנים עודפים יתווסף לשווי ואילו הלוואה שמשמשת למימון הפעילות תגרע מהשווי).

גישת היוון תזרימי מזומנים

השימוש העיקרי בגישה זו נעשה בהערכת עסקים חיים (Ongoing concern), אשר יש לגביהם ולגבי תחום הפעילות שלהם נתוני עבר מספיקים, שיכולים להוות בסיס למודל המשקף מציאות עסקית. ככל שהפעילות המוערכת קיימת זמן רב יותר ובידי המעריך נתונים רבים ומדויקים יותר לגבי תוצאות העבר שלה, כך יקל לבנות מודל מציאותי אמין.

נתוני הפעילות המוערכת אינם היחידים החשובים. יש צורך בנתונים ובהערכות מדויקות ככל האפשר לגבי הסביבה העסקית בה נערכת הפעילות, קרי, נתונים וההערכות בנושאי רגולציה, מתחרים קיימים ומתחרים פוטנציאליים, ספקים לקוחות וכיו"ב. ככל שנתונים וההערכות מדויקות יותר, כך איכותה של ההערכה תהיה גבוהה יותר ולהפך, ככל שהנתונים וההערכות שבבסיס המודל רחוקות מן המציאות, כך איכותה של הערכת השווי יורדת.

גישת השוואה לעסקאות דומות

בשיטה זו מעריכים את הפעילות על בסיס השוואה לעסקאות קניה ומכירה של פעילויות דומות. השימוש בסטטיסטיקה בנוגע לרכישות של פעילויות דומות במטרה להעריך את שוויה של פעילות, מבוסס על ההנחה כי הפרמטרים הרלוונטיים, הנגזרים מהעסקאות ריאליות בעסקים דומים, יכולים לשמש בסיס לגזירת השווי של הפעילות המוערכת.

האמור לעיל מסווג בכך שהעסקה הדומה נעשתה בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון. במקרה שכך נעשה, נהוג להתייחס לשווי העסקה כאל משקפת את ערך השוק הריאלי של הנכס או הפעילות שנמכרה.

שווי שוק בורסאי והשוואה לחברות נסחרות

כאשר חברה נסחרת באופן חופשי בבורסה, ניתן להשתמש בשווי השוק שלה כבסיס להערכת שוויה, תחת ההנחה כי ה"שוק" מתמחר נכון את החברה. שווי השוק של חברה הוא מכפלת מחיר המניה כפי שנקבע בבורסה ביום מסחר נתון, מוכפל במספר המניות. מכיוון ששוק המניות נחשב כמשקלל בתוכו את כל המידע הקיים על החברה, הרי שכל עסקה של רכישה או מכירה של מניות בבורסה (שהיא עסקה של "מוכר מרצון לקונה מרצון") משקפת את שווי החברה בעיני מבצעי העסקה.

שווי שוק בורסאי והשוואה לחברות נסחרות

מחיר השוק של חברה נקבע למעשה ע"י אלפי ומאות אלפי עסקאות שכאלה הנעשות במניית החברה. מכאן מסיקים כלכלנים כי מחיר השוק של חברה אשר נקבע באופן חופשי במסחר בבורסה, משקף למעשה את שוויה האובייקטיבי.

כאשר החברה אינה נסחרת ניתן עדיין לנסות ולהעריך את ערכה לפי שווי השוק של חברות דומות הנסחרות הן בבורסה. גישת השוואה לחברות דומות מבוססת על העיקרון, כי חברות בענף מסוים מאופיינות על ידי מכפילים ויחסים פיננסיים דומים, ולכן ניתן להסיק מחברה אחת לחברה אחרת. בפועל יתכן שוני גדול בשווי הנגזר מהשוואה זו, בין השאר בשל מחזור מכירות שונה, נתח שוק אחר, מבני הון שונים וכיוצא באלה עניינים.

גישת השווי הנכסי

בשיטה זו אומדים את השווי הכלכלי של פעילות או נכסי חברה ליום ההערכה בהתאם לערכי השוק שלהם. בניגוד לגישת היוון תזרימי מזומנים עתידיים העושה שימוש בתחזיות לגבי מצב עתידי, משתמשים בגישת השווי הנכסי אך ורק בנתוני הווה קיימים. למשל, אם חברה עסקית שהחלה לפעול לפני זמן קצר היא הבעלים של מכונות ייצור כלשהן, שוויה יהיה כשווי השוק של המכונות (שווי השוק הוא המחיר שבו יכולה החברה למכור את המכונות בשוק החופשי, בעסקאות של מוכר מרצון לקונה מרצון). סיכום שווי השוק של נכסי החברה, בניכוי התחייבויות שלה (הלואאות שלקחה, חובות לספקים וכל מה שנמצא במאזן החברה ואינו שייך לה) במחירי שוק, מייצג את השווי הנכסי.

המתודולוגיה בהערכת שווי החברה

לדעתנו, לאור אופי פעילות החברה החלטנו כיו השיטה המתאימה ביותר לצורך הערכת השווי היא על פי שיטת ה-DCF היוון תזרימי מזומנים וכן השוואה לחברות דומות בגישת המכפילים.

לצורך הערכת שווי החברה בהתאם לגישת ההיוון התזרימי, נלקחה תחזית רווח והפסד של החברה שנבנתה החל ממחצית שנת 2019 ועד לשנת 2021. בנינו מודל תחזית להכנסות ולהוצאות החברה לשנים המאוחרות (2022 והלאה) כך שהמספרים בה חושבו ביחס לשנות התחזית שנתקבלו. לאחר בניית התחזית היוונו את תזרימי המזומנים העתידיים שהתקבלו.

לצורך הערכת שווי זו השתמשנו בשיעור היוון של 21.50% שחושב באופן הבא, שכל הפרמטרים נלקחו ליום 30/06/2019:

ערך	מקור	סימון	חישוב WACC
0.68%	ריבית ריאלית 15 שנים ממרווח הוגן	Rf	ריבית חסרת סיכון
6.94%	ממוצע משוקלל גלובלי, דמודרן לשנת 2019	Rm-Rf	פרמיית שוק
1.01	חברות השוואה, דמודרן	BetaUL	ביטא לא ממונפת
1.15	חברות השוואה, דמודרן	Beta	ביטא ממונפת
11.14%	Duff & Phelps, 2019	CSP	פרמיית גודל
5.00%	חברה בצמיחה מהירה	SCP	פרמיה ספציפית
24.8%	Rf+β×(Rm-Rf)+SCP	Ke	מחיר ההון
5.75%	ע"פ ממוצע מחיר החוב של חברות דומות בענף, דמודרן	Kd	מחיר החוב
23.0%	שיעור מס (לפי הנהלת החברה)	t	שיעור מס
16%	ע"פ ממוצע שיעור החוב של חברות דומות בענף, דמודרן	D/(D+E)	שיעור החוב
84%	ע"פ ממוצע שיעור ההון של חברות דומות בענף, דמודרן	E/(D+E)	שיעור ההון
21.50%	Kd×(1-T)×D/(D+E)+Ke×E/(D+E)	WACC	שיעור היוון

בחישוב מחיר ההון נלקחה פרמייה ספציפית של 5% כיוון שהחברה הינה חברת הייטק בצמיחה מהירה. שני פרמטרים אלה מוסיפים לסיכון של החברה ועל כן שיעור ההיוון גבוהה יחסית שכן הוא משקף את סיכוני השוק עם הסיכונים הספציפיים לחברה.

הערכת שווי החברה

הנושאים העיקריים בפרק זה:

- שווי חברה בגישת היוון תזרימי המזומנים
- ניתוח רגישות לשווי החברה
- שווי החברה בגישת המכפילים



הערכת שווי בגישת היוון תזרימי המזומנים

תחזית החברה

להלן ההוצאות התפעוליות של החברה למחצית הראשונה של שנת 2019 ותחזית התוצאות התפעוליות של החל מ-1/07/2019 והלאה:

הערות:

רווח והפסד (אלפי ₪)	2019 H1	2019 H2	2020	2021	2022	2023	מייצגת
הכנסות	7,143	11,968	31,870	42,628	49,022	52,944	54,532
שיעור צמיחה (שנה מול שנה)	192%	68%	33%	34%	15%	8%	3%
עלות ההכנסות	5,581	8,597	22,786	30,139	34,315	36,531	37,082
רווח גולמי	1,562	3,371	9,084	12,489	14,707	16,413	17,450
שיעור רווח גולמי מהכנסה	22%	28%	29%	29%	30%	31%	32%
מחקר ופיתוח	243	338	491	660	759	820	844
שיעור מהכנסה	3.40%	2.82%	1.54%	1.55%	1.55%	1.55%	1.55%
שיווק ומכירות	890	1,047	2,294	2,658	3,057	3,301	3,400
שיעור מהכנסה	12.45%	8.75%	7.20%	6.24%	6.24%	6.24%	6.24%
הנהלה וכלליות	664	1,370	2,483	2,779	3,196	3,452	3,555
שיעור מהכנסה	9.30%	11.45%	7.79%	6.52%	6.52%	6.52%	6.52%
רווח (הפסד) תפעולי	(235)	616	3,816	6,392	7,695	8,840	9,650
שיעור מהכנסה	-3.3%	5.2%	12.0%	15.0%	15.7%	16.7%	17.7%

ביצענו את הערכת השווי בשיטת היוון תזרימי המזומנים, על ידי בניית תחזית לתוצאות התפעוליות של החברה. שנת 2019 פוצלה לחצי שנה ראשונה עם תוצאות בפועל של החברה ותחזית לחצי שנה השנייה של החברה. התחזית לשנים החל משנת 2020 התבססה על תחזית שהנהלת החברה שלחה לנו. תחזית החברה לוקחת בחשבון את פעילות החברה בישראל ולא נלקחו בחשבון פעילויות נוספות שהחברה צופה להיכנס אליהן כמו פעילויות במזרח אירופה, איטליה, אנגליה וארה"ב.

הכנסות: החברה צופה צמיחה גדולה בהכנסות החברה במהלך השנים 2019-2020 וזאת לאור גידול משמעותי בכמות החבילות המגיעות לארץ וניתן לראות גם לפי תוצאות החברה בפועל גידול משמעותי בהכנסות החברה. ניתן לראות כי לאורך השנים שיעור הצמיחה קטן עד שהוא מתייצב על שיעור צמיחה טרמינלי בשיעור של 3% בשנה המייצגת של התזרימים.

רווח גולמי: שיעור הרווח הגולמי בשנות התחזית גדל במגמה מתונה עד שמתייצב לשיעור רווח גולמי של 32% בשנה המייצגת. שיעור הרווח הגולמי מייצג שיעורי רווח בענף המסחר המקוון.

הוצאות מחקר ופיתוח: החברה פיתחה פלטפורמה דיגיטלית ותמשיך לפתח מערכות לאופטימיזציה תהליך שינוע החבילות ואף תפתח מערכות ביג דאטה ולפיכך נלקח שיעור של הוצאות מחקר כ-1.55% מהכנסות החברה.

הוצאות שיווק ומכירות: הוצאות שיווק ומכירות הנחנו שיעור ממוצע של הוצאות שיווק ומכירות מתוך ההכנסות בשיעור של 6.24% החל משנת 2021 והלאה.

הוצאות הנהלה וכלליות: בשנות התחזית הנחנו כי שיעור הוצאות הנהלה וכלליות יהיו זהות לשיעור הממוצע שלהם ממסך ההכנסה בשיעור של 6.52% החל משנת 2021 והלאה.

רווח תפעולי: הרווח התפעולי של החברה גדל בקצב סביר לקצב צמיחת השוק של המסחר המקוון בישראל.

הערכת שווי בגישת היוון תזרימי המזומנים תוצאות עתידיות- התאמות לתזרים, תזרים מהוון ושווי פעילות

התאמות לתזרים המזומנים החופשי ושווי פעילות

להלן תחזית תזרים המזומנים החופשי לאורך שנות התחזית, לאחר התאמות מהרווח התפעולי ושווי הפעילות הנגזר מהערך המהוון של תזרימי המזומנים העתידיים:

מייצגת	2023	2022	2021	2020	2019 H2	2019 H1	התאמות לתזרים (אלפי ₪)
							התאמות לתזרים מזומנים חופשי:
הוצאות מס	(2,220)	(1,770)	(1,470)	(878)	(142)		
השקעה בהון חוזר	(85)	(682)	(641)	(518)	(120)		
השקעה ברכוש קבוע	(2,501)	(2,249)	(1,955)	(1,462)	(549)		
פחת	1,643	1,477	1,285	960	361		
תזרים נקי	6,488	4,472	3,609	1,919	167		
תקופת היוון	4	3	2	1	0.25		
DCF	16,093	2,493	2,445	1,579	159		
שיעור היוון						21.50%	
שווי פעילות						25,115	

מסים- בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, שיעור המס אותו היא משלמת הינו שיעור מס החברות בישראל, 23%.

הון חוזר - השקעה של הון חוזר גדל בשנות התחזית ונלקח מרכיב של שיעור מהכנסות החברה (בשנה המייצגת נלקח שיעור של 5.33% מהכנסות החברה).

השקעה ברכוש קבוע - בשנות התחזית נלקח שיעור מהכנסות החברה של 4.59% לפי תחזית החברה לשנת 2019 שהחברה שלחה לנו.

פחת- שיעור הפחת נלקח כחלק מהשקעות החברה והנתון נלקח מתוך מאגר המידע של דמודוראן לחברות דומות.

שווי פעילות- שווי הפעילות הנגזר מהוון תזרים המזומנים החזוי הוא 25,115 אלפי ₪.

אינדיקציה לשווי בגישת היוון תזרימי המזומנים

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות לשווי פעילות החברה לפי שיעור ההיוון ושינוי בהנחות שיעורי הצמיחה לטווח הארוך בהכנסות החברה:

ניתוח רגישות לשווי פעילות אקסלוט (אלפי ₪)					
שיעור היוון					
20%	21%	21.5%	23%	24%	
31,603	29,289	27,264	25,477	23,891	5%
30,059	27,970	26,128	24,492	23,031	4%
28,702	26,802	25,115	23,608	22,255	3%
27,501	25,760	24,206	22,810	21,551	2%
26,429	24,825	23,386	22,087	20,909	1%

ארוך טווח

הערכת שווי בגישת המכפילים

שווי חברה בגישת מכפיל הכנסות ומכפיל EBITDA

להלן תחזית התוצאות התפעוליות של החברה:

חברה	תיאור חברה	שווי פעילות (אלפי דולר)	מכירות (אלפי דולר)	מכפיל מכירות	EBITDA (אלפי דולר)	מכפיל EBITDA
DHL	חברת שליחויות בינלאומית	56,039,778	71,931,307	x0.77	7,869,711	x7.12
FED EX	חברת שליחויות בינלאומית	58,045,744	69,693,000	x0.83	7,819,000	x7.42
UPS	חברת שליחויות בינלאומית	109,548,237	71,908,000	x1.52	9,234,000	x11.8
			ממוצע:	x1.04		x8.8
			נבחר:	x0.67		x5.72

סוג מכפיל	מכפיל	תוצאות החברה (אלפי ₪)	סה"כ שווי (אלפי ₪)
מכפיל הכנסות	x0.67	31,870	21,651
מכפיל EBITDA	x5.72	4,776	27,329

הסבר:

אספנו את נתוני המכירות וה-EBITDA של החברות ליום 30/06/2019 (12 חודשים שנסיימו בתאריך הנ"ל) על פי הנתונים הזמינים במערכת הבלומברג וכן את שווי השוק שלהם וחישבנו עבור כל חברה את מכפיל המכירות שלה ואת מכפיל ה-EBITDA שלה. את המכפיל לצורך עבודה זו חישבנו כממוצע המכפילים של החברה. בנוסף ביצענו הפחתה למכפיל כיוון היות וסדרי הגודל של החברות למול חברת אקסלוט שונים.

הערכת שווי בגישת המכפילים ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות לשווי פעילות החברה לפי שינוי בהכנסות החברה ומכפיל הכנסות של החברה:

ניתוח רגישות לשווי פעילות החברה לפי מכפיל הכנסות (אלפי ₪)					
מכפיל הכנסות					
0.7	1.2	1.7	2.2	2.7	
25,727	44,662	63,597	82,532	101,468	37,870
23,689	41,124	58,559	75,994	93,430	34,870
21,651	37,586	53,521	69,456	85,392	31,870
19,613	34,048	48,483	62,918	77,353	28,870
17,575	30,510	43,445	56,380	69,315	25,870

להלן ניתוח רגישות לשווי פעילות החברה לפי שינוי בתוצאות ה-EBITDA ומכפיל ה-EBITDA של החברה:

ניתוח רגישות לשווי פעילות החברה לפי מכפיל ה-EBITDA (אלפי ₪)					
מכפיל ה-EBITDA					
4.7	5.2	5.7	6.2	6.7	
31,996	35,384	38,773	42,161	45,549	6,776
27,274	30,163	33,051	35,939	38,827	5,776
22,553	24,941	27,329	29,717	32,105	4,776
17,831	19,719	21,607	23,495	25,384	3,776
13,109	14,497	15,885	17,274	18,662	2,776