

# חברת NESS TECHNOLOGY בע"מ

## הערכת שווי החברה

### סיכום מנהלים

בוצע ע"י דוד סולומון

09/05/2006

הערכת השווי המוצגת במסמך זה הינה הערכת שווי בלתי תלויה, אשר נערכה על פי גישת התזרים החופשי המהוון ותוך שימוש ב"מיצוב" השוואתי לקבוצת השתייכות השוואתית [Peer Group] ובהתבסס על מקורת מידע גלויים כולל מאזנים, דיווחי החברה לרשות ניירות הערך, ומידע עסקי משלים ממקורות שונים.

אין במסמך זה משום המלצה לביצוע פעילות כל שהיא באשר למניות החברה, ניירות ערך סחירים אחרים או פעילות עסקית כלשהי עם החברה.

#### HIGHLIGHTS

<b>ראות</b>	: טובה לשנים 2006-2007
<b>מיצוב</b>	: טוב בתחום ה - Outsourcing
<b>ROE</b>	: מתאים לממוצע הענף וקבוצת ההתייחסות
<b>PE</b>	: גבוה מהותית ממוצע הענף וקבוצת התייחסות בישראל סביר ביחס לחו"ל
<b>קצב צמיחה</b>	: גבוה ביחס לממוצע הענף וקבוצת ההתייחסות [צמיחה גם דרך רכישות]

השווי הכלכלי של החברה לתאריך מסמך זה

הינו

380 מיליוני \$

מחיר יעד למניה הינו כ - 1.5-11 \$ למניה

#### שווי כלכלי - Fair Market Value - מיליוני \$

	נמוך	ממוצע	גבוה	
ערך נוכחי נקי תזרים חופשי נקי	106	111	117	Discount Free Cash Flow
ערך נוכחי ערך שייר	210	221	232	Discount Terminal Value
התחייבויות שוטפות נטו	- 48	48-	- 48	Liabilities Net Financial

שווי החברה כעסק פעיל	364	380	397	Equity Value
----------------------	-----	-----	-----	--------------

חברת NESS הינה חברת שרותי IT בינלאומית ומטה החברה ממוקם בישראל, החברה איחלה את פעילותה בישראל אולם מאז שנת הקמתה הרחיבה באופן מתמיד את בסיס פעולתה הבינלאומי וכיום פועלת החברה המעסיקה כ- 5900 מועסקים ב 16 מדינות באמצעות חברות בת ומשרדים הממוקמים באירופה, ארה"ב ואסיה. החברה סחירה ב NASDAQ [Symbol : NSTC ]

הערכת השווי המוצגת נעשתה באופן בלתי תלוי לחלוטין ולא מומנה ע"י גורם כל שהוא לא במישרין ולא בעקיפין. ההערכה בוצעה בהתבסס על מידע גלוי ממקורות שונים, תוך לימוד המתרחש בחברה ואבחון הפוטנציאל העסקי לצד הסיכון הכרוך בהמשך פעילותה.

#### על המעריך - דוד סולומון

מומחה בתחום פיתוח והערכת עסקים, בין החברות והארגונים שנעזרו בשירותיו ניתן למנות את: בנק לאומי, בנק דיסקונט –לונדון, IBM, סאייטקס, רפ"ק, אורפק, אל"א, דור אנרגיה, שומרת הזרע, Qualcomm, Switch Communication, Cadent, TransWorld, Opisoft, דור כימיקלים, מטריקס, ורבים אחרים. משמש כיו"ר חברת השקעות ציבורית הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א. לשעבר מנהל היחידה לכלכלת התיעוש בחברת סאייטקס, משמש כמרצה בתחום מנהל עסקים, משמש כמרכז אקדמי ומרצה בפורומים למנהלים בכירים בתחום "הערכת שווי חברות צומחות", מחבר הספרים: "מהון סיכון להנפקה ציבורית" ו- "תכנון עסקי לאחר עידן הבועה".

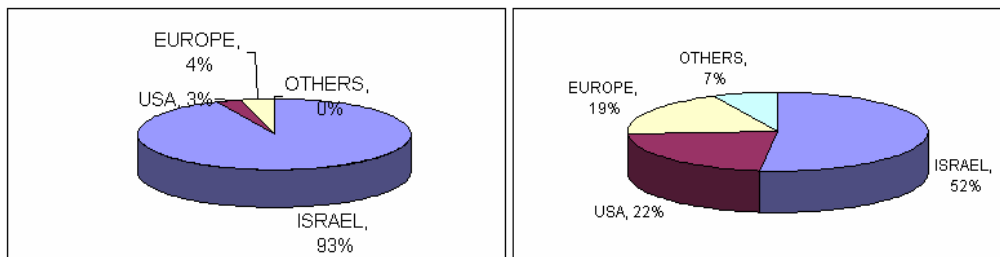
**רקע**

חברת **NESS** הינה חברת שרותי IT בינלאומית ומטה החברה ממוקם בישראל, החברה איחלה את פעילותה בישראל אולם מאז שנת הקמתה הרחיבה באופן מתמיד את בסיס פעולתה הבינלאומי וכיום פועלת החברה המעסיקה כ- 7000 מועסקים ב 16 מדינות באמצעות חברות בת ומשרדים הממוקמים באירופה, ארה"ב ואסיה. החברה סחירה ב NASDAQ [Symbol : NSTC]

**פילוח פעילות עיסקית**

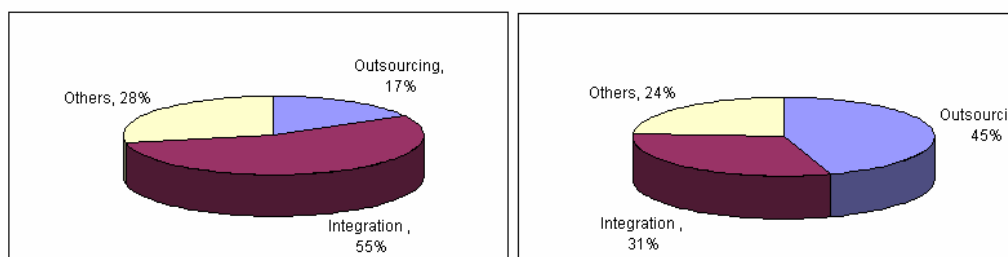
**חתך גיאוגרפי**

החברה הפועלת כיום ב- 16 מדינות באירופה, ארה"ב ואסיה, משווקת את שרותיה לכ- 500 לקוחות ביניהם לקוחות מובילים. החברה שאיחלה את פעילותה כחברה ישראלית פועלת באופן מתמיד להגדלת נתח שוק הלקוחות הבינלאומיים. ונתח השוק הישראלי שעמד בשנת 2001 על כ- 93% מסה"כ מכירות החברה מתכווץ בהדרגה ובהתמדה ובשנת 2005 הסתכם בכ 52% בלבד כאשר כ 22% מכלל ההכנסות נוצרו בארה"ב, 19% באירופה והיתרה באסיה.



**חתך למגזרים**

החברה פועלת במספר מגזרי שוק ביניהם Outsourcing שרותי תוכנה ואינטגרציה, הדרכה ושרותי בקרת איכות לתוכנה. המגזר הדומיננטי המהווה מנוע צמיחה עיקרי הינו מגזר ה- Outsourcing , נתח הכנסות החברה בתחום זה צומח בהתמדה ומהווה כיום כ- 45% מהכנסות החברה ביחס לכ 17% בלבד בשנת 2001.



## השוק והסביבה העסקית

### השוק העולמי

שוק שירותי ה-IT העולמי בשנת 2005 מוערך בכ- 600 מיליארדי דולר והצפי הינו [נעל פי DataQuest] כי קצב צמיחת השוק יעמוד על כ- 5%-6% לשנה והקף השוק בשנת 2009 יעמוד על כ- 760 מיליארדי דולר. שוק Out sourcing העולמי הינו שוק מתפתח בקצב מהיר ובשנת 2004 הסתכם בכ- 15 מיליארדי דולר. שוק זה גדל בקצב צמיחה שנתי העולה על 20% לשנה.

### השוק הישראלי

שוק שירותי ה-IT הישראלי הינו שוק גדול וצומח, אך יחד עם זאת תחרותי ובעל שיעורי רווחיות נמוכים יחסית, העובדה שמדובר בשוק הפועל בעיקר במשק המקומי יוצרת "תקרת זכוכית" לשיעורי הצמיחה. שוק זה סבל קשות לאחר התפוצצות הבועה אולם משנת 2003 ניתן להבחין במגמת התאוששות ברורה הבאה לידי ביטוי בגידול במחזור, שיפור רווחיות וגידול הביקוש לכ"א. מומחים צופים כי בשנים הקרובות, השוק יצמח בשיעור ממוצע של כ- 5%-7% לשנה.

### **מאפייני השוק העיקריים הינם**

- **תחרותיות** : שוק תחרותי ביותר, בשוק פועלים מספר גופים ישראלים גדולים ביניהם מטריקס, נס טכנולוגיות, מלם, יעל ועוד, לצד חברות בת של גופים בינלאומיים מובילים ביניהם IBM, מיקרוסופט, אורקל ועשרות גופים קטנים. התחרותיות משפיעה על רמת המחירים והמרווחים.
- **יתרון לגודל ולקשרים בינלאומיים** - נתח משמעותי של הביקוש בשוק נגזר מפרויקטים גדולים ומצורכי חברות ומוסדות גדולים במגזרים השונים ומכאן נובע יתרון משמעותי לגודל. כמו כן, מניתוח השוק עולה העובדה כי לחברות בעלת אופי בינלאומי או לחילופין קשרים אסטרטגים עם חברות תוכנה בינלאומיות יתרון תחרותי משמעותי.
- **Outsourcing / Off shoring** - ניתן להבחין במגמה ברורה של Outsourcing בגופים גדולים וזאת למגמת פתיחות הולכת וגוברת של אימוץ פיתרונות Off Shores ולכך השפעות ישירות על אופי התחרות העתידי בתחום.
- **השפעת משתנים מיקרו כלכליים** - השוק מושפע ישירות ממצב המשק וגודל תקציבי ה-IT של מוסדות וארגונים, צמיחה ושגשוג מהווים מנוף לצמיחת השוק.

- **תקנות ורגולציה-** השוק מושפע ישירות מהמתרחש בסקטורים השונים- ניתן להבחין בקשר ישיר בין תקציבי IT לדרישות חדשות של המחוקק והרגולטור [ראה השפעות וועדת גבאי ואימות תקנות באזל II על תקציבי IT במערך הבנקאי].

## ניתוח תוצאות עסקיות

מכירות החברה צמחו מ- 304 מיליוני \$ בשנת 2004 ל-385 מיליוני \$ בשנת 2005 [גידול של 27%], הרווח התפעולי צמח מ- 21 מיליוני \$ [7% מהמחזור] ל-26 \$ [7% מהמחזור]. הרווח הנקי הסתכם בשנת 2005 ב-22 מיליוני \$ [5.6% מהמחזור] ביחס ל- 14 מיליוני \$ בשנת 2004. השיפור ברווחיות נובע בעיקר מגידול במחזור העסקים ובעיקר מחזור העסקים בתחום Outsourcing.

מכירות החברה ברבעון הראשון 2006 הסתכמו בכ- 107 מיליוני דולר, והרווח הנקי עמד על כ-6.3 מיליוני דולר [ 5.8% למחזור המכירות], במהלך הרבעון כ"א בחברה צמח לכ-7000 עובדים ביחס לכ-5900 בסוף 2005.

**נתוני רבעון הראשון 2006 אינם משנים את התחזית השנתית המופיעה בניתוח זה.**

### מבנה מאזן החברה ב 31.12.2005

לחברה יתרות כספיות של כ- 73 מיליוני \$ ההון העצמי של החברה מסתכם ב- 255 מיליוני \$ המנוף הפיננסי של החברה הינו 0.8 וזאת ביחס לשנת 2004 בה ההון העצמי עמד על 232 והמנוף הפיננסי 0.8 . ההון החוזר בסוף 2005 עומד על כ- 66 מיליוני \$ ביחס לכ- 92 מיליוני \$ בשנת 2004. תזרים המזומנים מפעולות שוטפות הסתכם בשנת 2005 בכ- 6 מיליוני \$ ביחס לכ-16 מיליוני \$ בשנת 2004. שחיקת תזרים המזומנים מפעילות שוטפת נובע בעיקר מהגדלת אשראי לקוחות .

### תחזיות עסקיות

מניתוח תחזיות העסקיות עצמאיות שערכנו ביחס למוצע תחזיות אנליסטים בארה"ב המלווים את החברה עולה המתאם הבא:

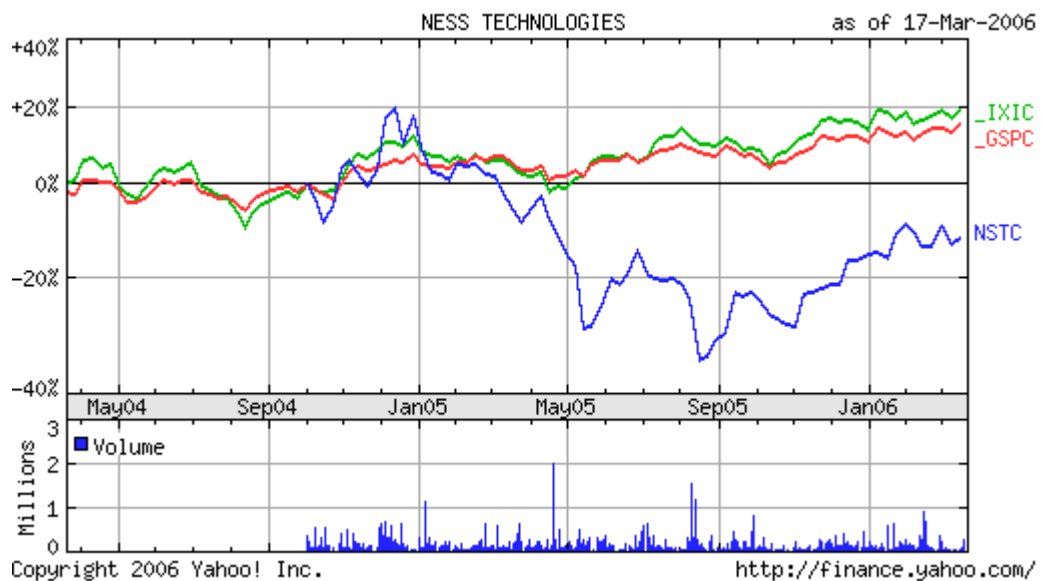
צמיחה 5 שנתית ממוצעת	הכנסות 2007	הכנסות 2006	
18.5%	560	472	US ANALYSITS
17.5%	554	462	DS SOLOMON

## מניות ומבנה בעלות

מניתוח מבנה בעלות בחברה עולה כי כ- 29% ממניות החברה מוחזקות ע"י 5 בעלי עניין, 39% על ידי כ- 44 ארגונים מוסדיים וקרנות.

% of Shares Held by All Insider and 5% Owners:	29%
% of Shares Held by Institutional & Mutual Fund Owners:	39%
% of Float Held by Institutional & Mutual Fund Owners:	55%
Number of Institutions Holding Shares:	44

מניתוח מניות החברה [מקור Yahoo finance] עולה כי בשנתיים האחרונות מחיר המניה נע בתחום 8.5-15 דולר למניה, מחיר המניה במועד עריכת הערכת השווי עומד על כ- 11.9 דולר מניה ושווי המניות Market Cap מסתכם בכ- 415 מיליוני \$

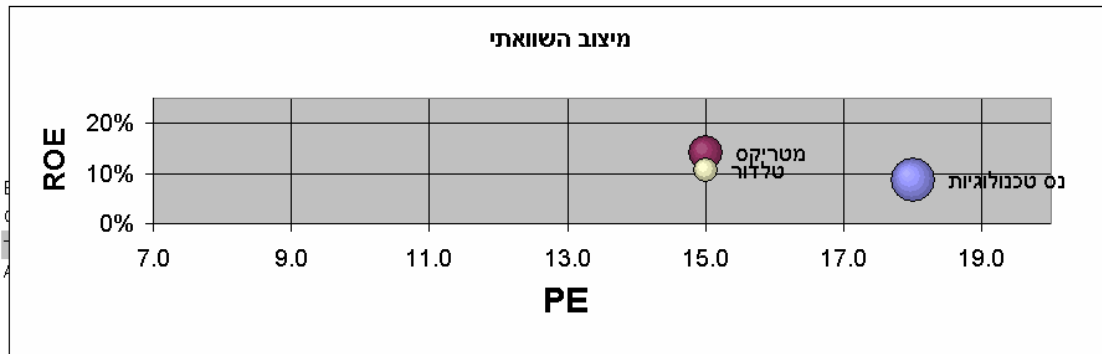


## PEER ANALYSIS

מלם משתייכת לצמרת החברות בתחום ה-IT הישראלי וכנזאת יש הגיון לבחון את ביצועיה ביחס לקבוצת השתייכות (PEER GROUP), אנו בחרנו להשוואת את ביצועי החברה ביחס לחברת נס טכנולוגיות, חברת טלדור ומטריקס [על בסיס ttm], להלן תוצאות ההשוואה:

### Market Multiplies

	ttm - 2005						
	Sales	PE	P/B	P/S	ROE	% Op Profit	% Profit
	NIS [Millions]						
נס טכנולוגיות	1,800	18.0	1.6	1.0	9%	7%	6%
טלדור	556	15.0	0.4	0.2	11%	3%	1%
מלם	510	6.8	0.5	0.3	8%	7%	4%
מטריקס	1,081	15.0	0.9	0.6	14%	8%	4%



## SWOT ANALYSIS

<b>הזדמנויות</b>	<b>עוצמות</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• להוביל בקצב הצמיחה בפרויקטים חדשים</li> <li>• ל"מנף" פעילות בתחום Outsourcing</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ספקטרום פעילות רחב וסינרגטי</li> <li>• מובילות בינלאומית</li> <li>• עוצמה פיננסית</li> <li>• נוכחות בינלאומית ארה"ב, אירופה, ישראל</li> </ul>
<b>אימים</b>	<b>חולשות</b>

<ul style="list-style-type: none"> <li>• שוק תחרותי</li> <li>• הרעה בתנאי הסחר הבינלאומיים</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• לחברה כמעט ואין IP [מוצרים ותוכנות שלה]</li> <li>• תזרים מזומנים תפעולי מצומק</li> </ul>
---	---

## DCF Approach

Company Name

Industry

Basic Free Cash Flow	
EBIT	32.52
Net Investment	0
Tax	2
Δ wc	10
FCFF	21

Terminal Value	
Stable growth	1.0%
Cost of Capital	10.1%
Terminal Value	393

FCFF	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Terminal
		21	25	30	35	42 >>>>>>	393

Equity Value	
DCF	111
Discount Terminal Value	221
Total Discount Cash Flow	332
Net Financial Liability	-48
Surplus Assets	0
Equity Value	380

$$DCF = \sum \frac{FCFF^t}{(1+r)^n}$$

$$Terminal Value = \frac{FCF(1+g)}{r-g}$$

## Profit & Loss

Company Name NESS

Industry IT Services

	מבוקר			צפוי				
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Sales	226	305	385	462	554	638	733	843
C.O.G.S	160	212	275	330	396	455	524	602
Gross Profit	66	93	110	132	158	182	209	241
R&D	2	0	-	-	-	-	-	-
Marketing	21	26	29	35	42	48	55	64
G&A	36	46	55	65	78	89	103	118
EBIT	7	21	26	33	39	45	52	59
Financial Exp.	2	3	2	2	2	2	2	2
Other Exp.	1	1	-	-	-	-	-	-
Pre Tax Net Profit	4	17	24	31	37	43	50	57
Tax	0	2	2	3	3	3	3	3
Others	2	1	-	-	-	-	-	-
Net Profit	2	14	22	28	34	40	47	54
% Gross Profit	29.2%	30.5%	28.6%	28.6%	28.6%	28.6%	28.6%	28.6%
% EBIT	3.1%	6.9%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%