

DS

Solomon Holdings

Business Valuation Services

Confidential

דוגמה להמחשה בלבד !!

אזימוט (AZIMUTH) טכנולוגיות בע"מ

Firm Valuation

11/26/2008

הערכה בלתי תלויה



פרטים על המעריך

ההערכה בוצעה בידי חברת DS SOLOMON HOLDINGS. החברה הוקמה לפני כ-15 שנה והיא מתמחה בפיתוח עסקים, בתכנון עסקי והערכות שווי ובהערכות אסטרטגיות לחברות צומחות.

המעריך דוד סולומון

מומחה בתחום פיתוח עסקי והערכת עסקים. בין החברות והארגונים שנעזרו בשירותיו נמנים: בנק לאומי, בנק דיסקונט, IBM, סאיטקס, רפ"ק, אורפ"ק, אלת"א, דור אנרגיה, שומרת הזרע, Qualcomm, Switch Communication, Cadent ועוד רבים. משמש כיו"ר חברת השקעות ציבורית הרשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב; מרצה בתחום מנהל עסקים, מרכז אקדמי ומרצה בפורומים למנהלים בכירים בתחום "הערכת שווי חברות צומחות"; מחבר הספרים "מהון סיכון להנפקה ציבורית" ו"תכנון עסקי לאחר עידן הבועה". לשעבר מנהל היחידה לכלכלת התיעוש בחברת סאיטקס.



Business Fair Market Value

הערכנו את שווי החברה על-פי המודלים המקובלים ביותר להערכת שווי חברות. הבאנו בחשבון את תוצאות ניתוח פעילות החברה, כולל: ניתוח הדוחות הפיננסיים שלה, הערכת מצבה הפיננסי הנוכחי והערכת פעילותה העתידית. עוד בחנו את מיצובה היחסי של החברה לעומת קבוצת ההתייחסות [Pear Group], ולפיכך

אנו מעריכים כי שווי השוק ההוגן של החברה [Fair Market Value] הוא

77 מיליוני ש"ח

הערכת שווי החברה

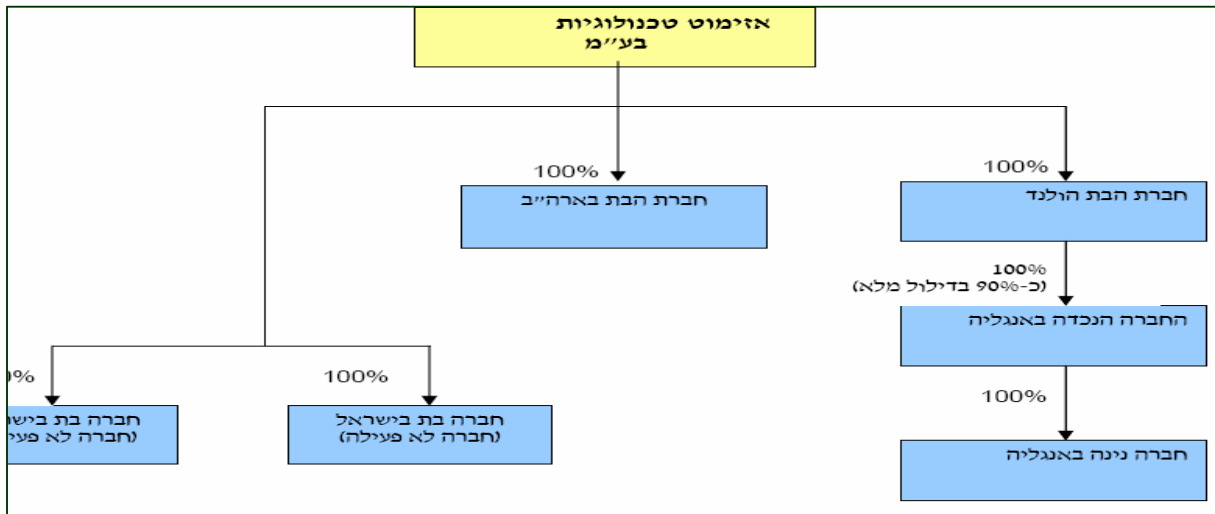
NIS [Millions]	<u>Low</u>	<u>Base</u>	<u>High</u>	
DCF		31		תזרים חופשי מהוון
Discount Terminal Value		25		ערך שייר מהוון
Total Discount Cash Flow		55		סה"כ תזרים חופשי מהוון
Net Financial Liability		22		התחייבויות עודפות
Surplus Assets		44		נכסים עודפים
Fair Market Equity Value	69	77	84	שווי שוק הוגן



The Business

החברה עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק של מוצרים להרכשת מטרות ולניווט, והם מיועדים לשימוש צבאי, צבאי למחצה ולשימוש אזרחי. החברה מתמחה בטכנולוגיות הליבה, ובהן אלקטרוניקה, אלקטרו-אופטיקה וטכנולוגיית תקשורת לוויינים. יש לה שלושה קווי מוצר והם:

- א. מערכות להרכשת מטרות;
- ב. מערכות ניווט;
- ג. מערכות מדידה מדויקות.



התפלגות הבעלות בחברה

58%	ריזמן שלמה
18%	אלביט מערכות
1%	חקלאי עידן
23%	אחזקות הציבור



The Line of Business

מערכות לרכישת מטרות

קבוצה זו כוללת סדרת מערכות ומוצרים המיועדת לרכישת מטרות, כלומר איתור מטרות וקביעת מיקומן, בעיקר לצורכי איכון מודיעיני ושילוב במערכות נשק מתקדמות וכדומה. עיקר שימושיה למטרות צבאיות. קו מוצרים זה הוא הליבה של פעילות החברה.

מערכות ניווט, שליטה ובקרה

קבוצה זו כוללת מוצרים לניווט, שליטה ובקרה בשדה הקרב המודרני. מערכות החברה משתלבות במערכי בקרה של כוחות מיוחדים הנדרשים למערכות תקשורת בקרה ושליטה משובצת בתקשורת נתונים.

מערכות מדידה מדויקות

קבוצת מערכות המיועדת למדידת מיקום מדויקת, בעיקר לצרכים אזרחיים. בכוונת החברה לסגור קו מוצרים זה.



התפלגות מכירות לקווי פעילות

	1-9.2008		1-9.2007	
	מיליוני ₪	%	מיליוני ₪	%
מערכות לרכישת מטרות	69.3	87%	45.2	80%
מערכות ניווט שליטה ובקרה	5.5	7%	6.2	11%
מערכות מדידה מדויקות	4.5	6%	5	9%
סה"כ	79.3	100%	56.4	100%

The Market

היקף השוק למעלה ממיליארד דולר לשנה, וקצב גידולו תנודתי ביותר. מתחריה של החברה בתחום פעילותה העיקרי הם: SEGEM, VECTRONIX [שוויץ-צרפת], QUICKSET מארה"ב, חברת RADAMEC מאנגליה וחברת אורטק מקבוצת אלביט הישראלית. השוק שפועלת בו החברה מאופיין בתחרותיות גבוהה, תהליכי רכישה ארוכים ותלות גבוהה בתקציב הביטחון של מדינות היעד. תנודות גבוהות בהיקף התקציבים המוקצים לתחום מקשות על החברה את פעילות התכנון ופוגעות בניהול משאביה. פעילות יצוא של מוצרים צבאיים מישראל מחייבת לקבל אישורים ממשרד הביטחון ומגופים שונים החשופים לשינויי רגולציה ולשינויי מדיניות בתחום יצוא מוצרים עתירי טכנולוגיה.



Solomon Holdings

Business Valuation Services

Confidential

Key financial results

מחזור מכירות

מחזור המכירות צמח מכ-82 מיליוני ש"ח בשנת 2006 לכ-95 מיליוני ש"ח בשנת 2007 וצפוי שיסתכם בכ-105 מיליוני ש"ח בשנת 2008 [שיעור צמיחה של 8%-10% בהתאם].

רווחיות

הרווח הנקי צמח מכ-3 מיליוני ש"ח בשנת 2006 [4% מהמכירות] לכ-11 מיליוני ש"ח בשנת 2008 [11% מהמכירות] וצפוי שיסתכם בכ-12 מיליוני ש"ח בשנת 2008 [11% מהמכירות]. שיעור הרווח הגולמי בשנת 2007 היה כ-49%, ובשנת 2008 צפוי שיהיה 47% מהמחזור.

נזילות ותזרים מזומנים

יתרת המזומנים בתאריך 31.9.2008 הסתכמה בכ-34 מיליוני ש"ח, והיחס השוטף היה כ-2.1 בדומה לזה שנרשם בשנת 2007. תזרים המזומנים מפעילות התפעול הסתכם בתשעת החודשים הראשונים של 2008 בכ-9 מיליוני ש"ח והוא מוערך בכ-10 מיליוני ש"ח לשנת 2008.

התחייבויות והון עצמי

התחייבויות החברה בתאריך 31.9.2008 היו כ-39 מיליוני ש"ח, המהווים כ-46% מהמאזן [ההון העצמי לתאריך 31.9.2008 הסתכם בכ-43 מיליוני ש"ח].

	-2 2006	-1 2007	0 2008
Revenues	82.0	95.5	105.0
Gross Profit	39.4	46.5	49.4
Net Profit	3.0	10.9	11.9
Liabilities	25.5	34.0	39.0
Assts	55.7	73.5	86.0
% Marketing	13%	12%	10%
% R&D	13%	12%	10%
% G&A	12%	11%	11%
% Gross Profit	48%	49%	47%
% EBIT	5%	14%	14%
% Net Profit	4%	11%	11%
ROE	10%		
ROA	5%		
Debt to Asset	46%	46%	45%
Debt to Equity	84%	86%	99%
Current Ratio	2.6	2.1	2.1
Quick Ratio	2.1	1.7	1.6
Inventory Days	84	81	118
Receivables Days	76	59	52
Payables Days	31	30	40



Solomon Holdings

Business Valuation Services

Confidential

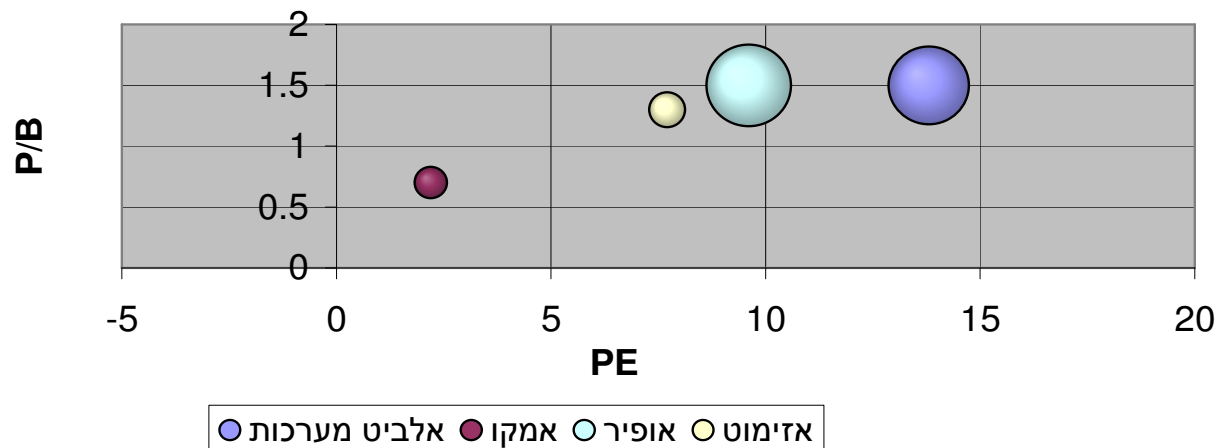
Peer Group Analysis

ניתוח השוואתי

קבוצת ההתייחסות כוללת חברות ישראליות ציבוריות העוסקות בתחום מערכות אלקטרוניות לשימושים צבאיים [חברת אופיר, חברת אלביט מערכות וחברות אלקו].
 מניתוח השוואתי לקבוצה זו, עולה כי האינדיקטורים העסקיים של חברת אזימוט הם משופרים. זאת, בעוד מכפיל הרווח של החברה נמוך מעט ממכפיל הרווח של אופיר ואלביט וגבוה באופן מהותי ממכפיל הרווח של אלקו.

	%	Market Cap	PE	P/B	ROE	% EBIT
אופיר	35%	306	9.6	1.5	1%	1%
אלביט מערכות	35%	280	13.8	2.8	8%	7%
אמקו	30%	46	2.2	0.7	2%	12%
BenchMark		219	8.9	1.7	4%	6%
אזימוט		56	7.7	1.3	13%	13%

מיצוב השוואתי





Key Assumptions

- מכירות: מכירות החברה אשר יתמקדו בשני קווי המוצר הראשונים עתידות לצמוח ב-10% במהלך 2009-2011 וב-5% בשנים 2012-2013.
- שיעור הרווח הגולמי: שיעור הרווח הגולמי העתידי יהיה דומה ברמתו לרווח הגולמי שנרשם בשנת 2008.
- שיעור הרווח התפעולי: שיעור הרווח התפעולי העתידי יהיה דומה ברמתו לרווח התפעולי שנרשם בשנת 2008.
- השקעות בציוד ובנכסים קבועים: השקעה נטו [מעבר לחידוש בגובה הפחת] בנכסים קבועים תהיה כמיליון ₪ לשנה.
- מלאי: מחזור המלאי יישמר ברמתו הנוכחית - קרי, כ-90 ימי מלאי.
- מחזור לקוחות: מחזור הלקוחות יישמר ברמתו הנוכחית - קרי, כ-90 ימי לקוחות.
- מחזור חייבים: מחזור הספקים יישמר ברמתו הנוכחית - קרי, כ-90 ימי ספקים.



Solomon Holdings

Business Valuation Services

Confidential

Cost of Capital

Electrical Systems - Industry Average Cost of Capital [USA]

Beta	1.4	Free Risk Cost of Capital	5%
WACC	8.8%	Market Risk Premium	11%
Cost of Equity	11.0%		

$$\text{Cost of Equity} = \text{Free Risk Cost} + \beta(\text{Risk Premium} - \text{Free Risk Cost})$$

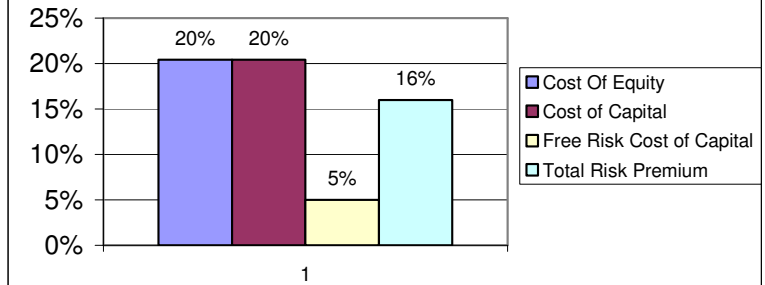
$$\text{WACC} = D/A \times \text{Cost of Debts} + [1 - D/A] \times \text{Cost of Equity}$$

Where : D = Debts , A = Asset

אדימוס

Risk free Cost of Capital	5%	Cost of Debts	7%
Company Beta	1.4	Debt/Assets	0
Market Risk Premium	11%		
Spacial Risk Premium	5%		
Total Risk Premium	16%		
Cost Of Equity	20%	Cost of Capital	20%

Cost of Capital





Solomon Holdings

Business Valuation Services

Confidential

Valuation Results

Basic Free Cash Flow	
EBIT	13.2
Net Investment	0
Tax	1.8
Δ wc	2
FCFF	9.4

Terminal Value	
Stable growth	2.0%
Cost of Capital	20.4%
Terminal Value	75

NIS [Millions]	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Terminal Value
EBIT		14.9	16.1	17.7	19.5	20.4	
- Net Investment		2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
, - Δ wc		5.0	8.0	10.0	12.0	12.0	
"- Tax		2.5	2.3	2.6	2.8	3.0	
FCFF	9.4	9.2	10.3	11.5	12.8	13.6	>>>>>> 75

Equity Value	
DCF	31
Discount Terminal Value	25
Total Discount Cash Flow	55
Net Financial Liability	22
Surplus Assets	44
Fair Market Equity Value	77

	Fair Market Value to..	
	Actual	BanchMark
PE	1.4	1.1
P/B	1.4	1.0



Solomon Holdings

Business Valuation Services

Confidential

Projected Cash Flow

NIS [Millions]

	0	1	2	3	4	5
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT	13.2	14.9	16.1	17.7	19.5	20.4
Depreciation	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Change in non Cash WC	2.0	3.2	3.4	3.6	3.8	3.9
Net Capital Investment	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Tax	1.8	2.5	2.3	2.6	2.8	3.0
FCFF	9.4	9.2	10.3	11.5	12.8	13.6

Working Capital

Increase in:						
Inventory		1.3	1.3	1.4	1.5	1.5
Account Recivables		3.5	3.7	3.9	4.1	4.3
Account Payables		1.6	1.6	1.7	1.8	1.9
Change in non Cash WC		3.2	3.4	3.6	3.8	3.9

רווח תפעולי
פחת
שינוי בהון חוזר
שינוי בהשקעות קבועות
מס
תזרים מזומנים חופשי

Financial Liabilities	
Bank	0.0
Financial Liabilities	22.0
Others	0.0
Boons	0.0
Financial Liabilities	22.0

גידול ב-
מלאי
לקוחות
ספקים
שינוי בהון חוזר תפעולי

Financial Assets	
Cash	43.5
Other	0
Financial Assets	43.5



Solomon Holdings

Business Valuation Services

Confidential

Past and Projected P&L

NIS [Millions]	-2 2006	-1 2007	0 2008	1 2009	2 2010	3 2011	4 2012	5 2013
Revenues	82.0	95.5	105.0	110.0	121.0	133.1	139.8	146.7
C.O.G.S	42.6	49.0	55.7	58.3	64.1	70.5	74.1	77.8
Gross Profit	39.4	46.5	49.4	51.7	56.9	62.6	65.7	69.0
R&D	10.6	11.1	11.0	11.5	12.7	13.9	14.6	15.4
Marketing	14.4	11.3	11.5	11.5	12.7	13.9	14.6	15.4
G&A	10.1	10.9	12.0	12.6	13.8	15.2	16.0	16.8
EBIT	4.3	13.2	14.9	16.1	17.7	19.5	20.4	21.5
Financial Exp.	0.0	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
Other Exp.	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pre Tax Net Profit	4.3	12.7	14.4	15.6	17.1	18.8	19.8	20.8
Tax	1.3	1.8	2.5	2.3	2.6	2.8	3.0	3.1
Net Profit	3.0	10.9	11.9	13.2	14.5	16.0	16.8	17.6



מתודולוגיות להערכת השווי הכלכלי למיזם טכנולוגי

מודל ה-DCF

מודל זה הוא המודל המקובל ביותר לביצוע הערכות שווי של חברה פעילה, בייחוד לצורכי הערכת שווי כלכלי של חברות פרטיות. השימוש במודל נפוץ ביותר בקרב מומחים מעריכי שווי ישראלים וזרים גם יחד. המודל מבוסס על הערכת התזרים החופשי העתידי של החברה - Free Cash Flow - המהווה על-פי ריבית המייצגת את עלות ההון הממוצעת העומדת בפני החברה - WACC - בתוספת שווי הנכסים הפיננסיים נטו שיש בידי החברה במועד הערכת השווי.

מודל המכפיל השוואתי

מודל זה מבוסס על ההנחה כי ערך השוק - Market Cap - של חברות סחירות [ציבוריות] מבטא ומגלם את הפוטנציאל העתידי של החברה כפי שהוא מוערך ב"שוק". מכאן שניתוח השוואתי של שווי חברות ציבוריות הדומות בפרופיל העסקי ובפרופיל הסיכון שלהן, לחברה פרטית שעבורה נעשית הערכת השווי, הוא הבסיס להערכת השווי הכלכלי של החברה. מכפיל הרווח - המבטא את היחס רווחיות/שווי שוק - משמש בסיס להערכה. יצוין כי הערכה זו מקובלת ביותר בקרב אנליסטים בשוק ההון ומשמשת בסיס להערכה השוואתית בעת הצורך.