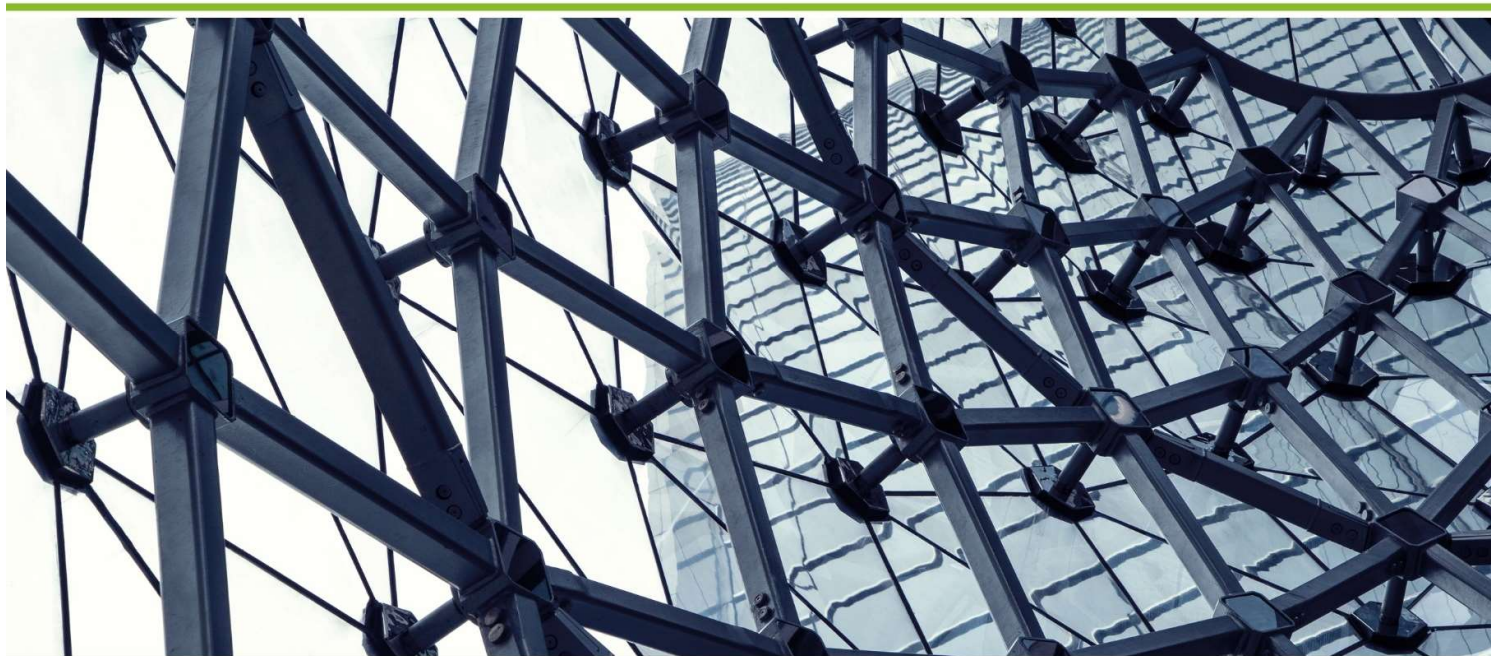




CLEARSTRUCTURE

Economic & financial analysis



בחינת ירידת ערך מוניטין

סיסנת תכנה בע"מ

אזהרה: המידע המוצג כאן אינו מהווה המלצה או שירות פיננסי. לפרטים נוספים, אנא פנו למתאם.

//מרץ 2022//



מר פיליפ פנטון,

סמנכ"ל כספים, אמנת ניהול ומערכות בע"מ

מרץ, 2022

הנדון: בחינת ירידת ערך מוניטין בגין החברות הבנות של חברת סיסנת תכנה בע"מ

שלום רב,

בהתאם למסמך ההתקשרות בינינו ניתחנו את שווין ההון של הפעילויות העסקיות של החברות הבנות של חברת סיסנת תכנה בע"מ (להלן: "החברות הבנות" ו- "החברה", בהתאמה), נכון ל-31 בדצמבר 2021, וביצענו ניתוחים כלכליים, כמפורט להלן.

מטרת העבודה כפי שהוגדרה על ידי אמנת ניהול ומערכות בע"מ (להלן "מזמינת העבודה"), הינה לבחון את הצורך לבצע הפחתת שווי ליתרות המוניטין של החברות הבנות בספרי מזמינת העבודה ובספרי החברה, נכון ל-31 בדצמבר 2021, בהסתמך על הדו"חות הכספיים המבוקרים של החברה והחברות הבנות לשנים 2013-2020, דוחות כספיים לא מבוקרים של החברות הבנות נכון לדצמבר 2021, והתכנית העסקית שלהן לעתיד, כפי שנתקבלו מידי החברה ומזמינת העבודה.

לצורך עבודתנו הסתמכנו על נתונים ומסמכים שהתקבלו מהמזמין, כמפורט בנספח א' להלן.

לצורך ביצוע העבודה הסתמכנו על דיוק, שלמות ועדכניות המידע, אין לנו סיבה להניח שהנתונים עליהם הסתמכנו אינם מדויקים שלמים או הוגנים ולא ערכנו בחינה עצמאית של מידע זה למעט הבדיקות המופיעות במסמך זה. הסתמכות על המידע שנמסר לנו אינו מהווה אימות או אישור לנכונותו.

לא בוצעו במסגרת חוות הדעת בדיקות נאותות משום סוג שהוא ואין היא מתיימרת לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים הכלולים בבדיקת נאותות.

חוות דעת כלכלית אינה מדע מדויק והיא אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נכון בזמן מסוים על בסיס נתונים ידועים הנחות יסוד שנקבעו ואומדן לגבי התחזיות. שינוי במשתנים ידועים, במידע שנמסר לנו ו/או בהנחות העבודה עשויים לשנות את מסקנות העבודה.

הרינו לציין כי אין לנו עניין אישי במזמין ו/או בחברה וכי אנו בלתי תלויים במזמין ו/או בחברה. עוד נציין, כי לא נקבעו התניות לקבל שכר טרחה בקשר לתוצאות עבודתנו.



תוכן עניינים

4	1. תמצית מנהלים
5	2. רקע
5	2.1 סיסנת תכנה בע"מ
5	2.2 מבנה תאגידי
6	2.3 יתרות בספרי אמנת ובספרי סיסנת תכנה
6	2.4 מטרת העבודה ומסגרתה
7	3. השיטה הכלכלית
7	3.1 מתודולוגיה
7	3.2 הערכת השווי ההוגן של הפעילות
7	3.2.1 השיטה הכלכלית
7	3.2.2 אמידת פרמטרים
8	3.3 שווי פנקסני
8	3.4 התאמות לתזרימי מזומנים מנוטרלי מס חברות
9	4. סיכום ומסקנות
10	נספח א' - מקורות
11	נספח ב' - סביבה עסקית
13	נספח ג' - הערכת השווי תדיעד
16	נספח ד' - הערכת השווי טסנת
19	נספח ה' - הערכת השווי סיסנת סולו
22	נספח ו' - הערכת השווי קונקור
25	נספח ז' - מחיר ההון
26	נספח ח' - מעריך השווי
27	נספח ט' - על הפירמה



1. תמצית מנהלים

רקע

סיסנת תוכנה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "סיסנת") הינה חברה פרטית, המוחזקת על ידי התאגיד הציבורי אמנת ניהול ומערכות בע"מ (להלן: "אמנת")¹.

החברה עוסקת בביצוע פרויקטי פיתוח ואינטגרציה של טכנולוגיית מידע בישראל ובעולם, לרבות אפיון, פיתוח ויישום מערכות מידע, מתן שירותי ייעוץ למחשוב, מיקור חוץ ושירותים מנוהלים, מרכזי פיתוח Off shore / Near shore, יישום והטמעה של מערכות ERP, הבטחת איכות ובדיקות תוכנה, מערכות משובצות מחשב R/T ועוד.

כפי שנמסר מהנהלת החברה, נכון לדצמבר 2021, פעילות החברה מתבצעת על בסיס ארבע ישויות, כלדקמן: (1) קונקור בע"מ; (2) תדיעד שותפות מוגבלת 1994; (3) טסנת בדיקות תוכנה בע"מ; ו- (4) סיסנת תוכנה.

מטרת העבודה

מטרת עבודה זו, כפי שהוגדרה על ידי מזמינת העבודה, הינה לבחון את הצורך בהפחתת שווי של יתרות המוניטין בגין אחזקת החברות הבנות, נכון ל-31 בדצמבר 2021, בהתאם ל IAS 36.

סיכום

מהניתוח שערכנו עולה כי שוויין ההוגן של כלל הפעילויות העסקיות גבוה משוויין הפנקסני, כך שאין צורך בהפחתת מוניטין.

שווי הוגן פעילויות, שווי פנקסני והצורך בהפחתת מוניטין (אלפי ש"ח)

סיסנת סולו	טסנת	תדיעד	קונקור	סה"כ
11,824	31,807	10,908	3,712	58,251
3,808	12,651	8,987	3,434	28,880
8,016	19,156	1,922	278	29,371
לא	לא	לא	לא	
4,610	14,443	9,329	3,434	31,817
7,214	17,364	1,579	278	26,434
לא	לא	לא	לא	
הפחתה	הפחתה	הפחתה	הפחתה	הפחתה

¹ אמנת ניהול ומערכות מחזיקה 94.4% מהון המניות של סיסנת. יתרת המניות מוחזקות על ידי עובדים בכירים בחברה.



2. רקע

2.1 סיסנת תכנה בע"מ

סיסנת תוכנה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "סיסנת") הינה חברה פרטית, המוחזקת על ידי התאגיד הציבורי אמנת ניהול ומערכות בע"מ (להלן: "אמנת").²

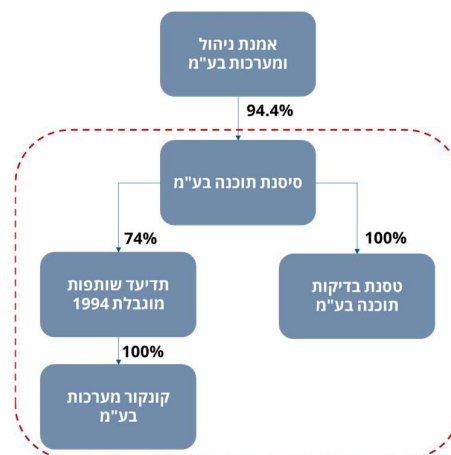
החברה עוסקת בביצוע פרויקטי פיתוח ואינטגרציה של טכנולוגיית מידע בישראל ובעולם, לרבות אפיון, פיתוח ויישום מערכות מידע, מתן שירותי ייעוץ למחשוב, מיקור חוץ ושירותים מנוהלים, מרכזי פיתוח Off shore / Near shore, יישום והטמעה של מערכות ERP, הבטחת איכות ובדיקות תוכנה, מערכות משובצות מחשב R/T ועוד.

2.2 מבנה תאגידי

כפי שנמסר מהנהלת החברה, נכון לדצמבר 2021, פעילות החברה מתבצעת על בסיס שלוש ישויות, כדלקמן:

1. סיסנת תוכנה (להלן: "סיסנת סולו") - בנוסף לאחזקות המתוארות בתדיעד ובטסנת, סיסנת פעילה באופן עצמאי וישיר בייעוץ למחשוב, יישום, הדרכה והטמעת מערכות מידע בארגונים, אפיון ופיתוח תוכנה, מערכות מידע ומערכות משובצות מחשב.
2. טסנת בדיקות תוכנה בע"מ (להלן: "טסנת") - חברה שהוקמה בשנת 1997 ועוסקת בבדיקות תכנה מתחומי הטלקום, שירותים, קמעונאות, מימון, ביטוח, פרמה, תשתיות, ממשלות וביטחון. נכון לדצמבר 2019, סיסנת תוכנה מחזיקה 100% מהון המניות של טסנת.
3. תדיעד שותפות מוגבלת 1994 - בית תכנה שהוקם בשנות ה-70 לצרכי שירות של התעשייה הקיבוצית. תדיעד מתחמה בפיתוח, יישום והטמעה של מערכות ERP; שירותי סיסטם, לרבות שירותי תשתית, רשתות תקשורת ציוד מחשב ותוכנות; ובנוסף מהווה מרכז Off/Near shore לפיתוח תכנה עבור לקוחו בינלאומיים. נכון לדצמבר 2019, סיסנת תוכנה מחזיקה ב-74% מהבעלות על תדיעד.
4. קונקור מערכות בע"מ (להלן: "קונקור") - הינה חברה, אשר התאגדה בישראל במאי 1998 ואשר עוסקת מיום הקמתה בפיתוח ומתן ייעוץ במערכות הנדסיות ובמתן שירותי תוכנה. נכון לדצמבר 2019, תדיעד מחזיקה ב-100% מהון המניות של קונקור.

² אמנת ניהול ומערכות מחזיקה 94.4% מהון המניות של סיסנת. יתרת המניות מוחזקות על ידי עובדים בכירים בחברה.



איור 1: מבנה תאגיד, נכון לדצמבר 2021

2.3 יתרות בספרי אמנת ובספרי סיסנת תכנה

כפי שנמסר מהנהלת החברה, נכון לדצמבר 2021, סה"כ השווי הפנקסני נטו בגין אחזקת החברות הבנות במאזנים המאוחדים של סיסנת תוכנה ושל אמנת ניהול ומערכות הינן בהתאם לטבלה 1 להלן:

טבלה 1: יתרות מאזניות נטו בגין חברות בנות בדוחות המאוחדים (אלפי ש"ח)

שווי פנקסני בספרי סיסנת	סיסנת סולו	טסנת	תדיעד	קונקור	סה"כ
3,808	12,651	8,987	3,434	28,880	
4,610	14,443	9,329	3,434	31,817	

2.4 מטרת העבודה ומסגרתה

מטרת עבודה זו, כפי שהוגדרה על ידי מזמינת העבודה, הינה לבחון את הצורך בהפחתת שווי של יתרות המוניטין בגין אחזקת החברות הבנות, נכון ל-31 בדצמבר 2021, בהתאם ל IAS 36.

מסגרת העבודה כוללת: (1) הערכת שווי הוגן של הפעילות העסקית של תדיעד; (2) הערכת שווי הוגן של הפעילות העסקית של טסנת בדיקות תוכנה; (3) הערכת שווי הוגן של הפעילות העסקית של סיסנת סולו; ו- (4) השוואה בין השווים ההוגנים לבין היתרות הפנקסניות במאזנים המאוחדים, לצורך בחינת הצורך בהפחתת שווי.

בהתאם למוסכם עם המזמינה, העבודה בוצעה על בסיס הדוחות הכספיים המבוקרים של החברות לשנים 2013-2019, לדוחות כספיים לא מבוקרים של החברות לשנת 2020 ולשנת 2021 ונתונים נוספים שהתקבלו מהמזמינה, לרבות תחזית פעילות עסקית, התואמת את תכנית העבודה של המזמינה לשנים 2022-2026.

המשך העבודה בנוי כך: פרק 3 סוקר את השיטה הכלכלית; ופרק 4 מסכם. פירוט מלא של מקורות המידע, הערכות השווי השונות, תחשיבי יתרות פנקסניות וניתוח מחירי ההון התואמים את הפעילויות, מוצג בנספחים א'-ז' להלן.



3. השיטה הכלכלית

3.1 מתודולוגיה

לצורך בחינת הצורך בהפחתת שווי מוניטין, יושמה המתודולוגיה הבאה:

1. הערכת שווי ההון של כל אחת מפעילויות העסקיות של החברה, Pv_i .
2. בחינת הצורך בהפחתת יתרת המוניטין בגין כל פעילות, $Goodwill_i$, כנגד שוויים של הנכסים המזוהים: על ידי השוואה בין שווי ההון של כל פעילות, Pv_i , לבין שווי הפנקסני, Bv_i . הפחתת המוניטין, $\Delta Goodwill_i$, מתקבלת באופן הבא:

$$\Delta Goodwill_i = \begin{cases} \min(Goodwill_i, Bv_i - Pv_i), & Pv_i < Bv_i \\ 0, & Else \end{cases} \quad (1)$$

3.2 הערכת השווי ההון של הפעילות

3.2.1 השיטה הכלכלית

לצורך הערכת שווי ההון של כל פעילות עסקית, Pv_i , השתמשנו בשיטת היוון תזרימי מזומנים (DCF-Discounted Cash Flows). על פי גישה זו, שווי ההון של הטכנולוגיה, הינו סכום ערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים, חיוביים או שליליים, אותם צפוי הנכס להניב במהלך בעתיד, $CF_{t,i}$, כאשר הם מהווים במחיר הון, אשר משקף את הסיכון הגלום בפעילות CC_i .

$$Pv_i = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{CF_{t,i}}{(1 + CC_i)^t} \quad (2)$$

3.2.2 אמידת פרמטרים

תחזית תזרימי המזומנים העתידיים לכל פעילות, CF_t $t \forall 1, 2, \dots, T$, נבנתה בהתאם נבנתה בהתאם לתוצאות עסקיות היסטוריות ולנתונים שהתקבלו מהמזמינה לעניין ההתפתחות הצפויה של ההכנסות וההוצאות של החברה.

לצורך קביעת מחיר ההון המתאים לפעילות, השתמשנו במודל WACC. על פי המודל, מחיר ההון המתאים לכל פעילות שווה לממוצע המשוקלל של: (1) מחיר ההון הנדרש על ידי בעלי המניות של החברה, בהתאם למודל CAPM, כאשר הוא מתואם לגודל; ו-(2) מחיר ההון הנדרש על ידי בעלי החוב של החברה.

$$WACC_i = W_e \times r_{e,i} + (1 - tax)w_d \times r_{d,i} \mid w_e + w_d \equiv 1 \quad (3)$$

$$r_{equity} = E[r] = rf + \beta(E[r_m] - rf) + DP \quad (4)$$

נכס חסר סיכון	rf	מחיר ההון הנדרש על ידי בעלי המניות	r_{equity}
פרמיית הסיכון של שוק המניות	$E[r_m] - rf$	תוחלת תשואת המניה של החברה	$E[r_{con}]$
שיעור מס החברות במדינה	tax	מקדם סיכון יחסי של התעשייה	β
עלות החוב של החברה	r_d	פרמיה נדרשת בגין גודל של החברה, בהתאם ל-Duff and Phelps	DP



מודל מחיר ההון המשוקלל נשען על קלט של שישה פרמטרים. אמדנו אותם כדלקמן:

1. מבנה הון נורמטיבי לתעשייה, w_e ו- w_d , נלקח מבסיס הנתונים של דמודרן³.
2. מחיר ההון הנדרש על ידי בעלי החוב, r_d , התקבל כקלט אקסוגני מהחברה.
3. מחיר ההון חסר הסיכון, r_f , נלקח מנתוני התשואה לפדיון של אגח ממשלתי שקלי, המפורסמים בבורסה לניירות ערך בתל אביב.
4. מקדם הסיכון היחסי של החברה, β , נלקח מבסיס הנתונים של דמודרן.
5. פרמיית הסיכון הנדרשת על שוק המניות בישראל, $r_f - E[r_m]$, נלקחה מבסיס הנתונים של דמודרן.
6. פרמיית הסיכון הנדרשת בגין גודל, DP , נלקחה מבסיס הנתונים של Duff and Phelps.

3.3 שווי פנקסני

בהתאם למוסכם עם הנהלת החברה, השווי הפנקסני הועבר לנו כנתון חיצוני על ידי החברה, כך שחישוב השווי הפנקסני הינו מחוץ למסגרת עבודה זו.

3.4 התאמות לתזרימי מזומנים מנוטרלי מס חברות

בהתאם לתקן IAS-36 יש לבחון את שווי ההוגן של הפעילויות העסקיות על בסיס תזרימי מזומנים מנוטרלי מס חברות, כאשר הם מהווים במחיר הון, התואם את תזרימי המזומנים מנוטרלי המס.

לצורך כך, ביצענו את ההתאמות הבאות בתזרימי המזומנים ובמחירי ההון התואמים את הפעילויות:

1. נגדיר את TAX_t^* להיות תשלום מס החברות החזוי של הפעילות בזמן t .
 2. נגדיר את CF_t^* להיות תזרים המזומנים החזוי של הפעילות בזמן t , כאשר הוא מנוטרל מתשלומי מס חברות. TAX_t^*
 3. CF_t^* מתקבל מהמשוואה הבאה:
- $$CF_{t,i}^* = CF_{t,i} + TAX_{t,i}^* \quad (5)$$
4. נגדיר את CC_i^* להיות מחיר ההון התואם את הפעילות ה- i , כאשר הוא מנוטרל מתשלומי מס חברות.
 5. נגדיר את Pv_i^* להיות שווי ההוגן של הטכנולוגיה, כאשר תזרימי המזומנים ומחיר ההון מנוטרלי מס חברות. Pv_i^* מתקבל על ידי המשוואה הבאה:

$$Pv_i^* = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_{t,i}^*}{(1 + CC_i^*)^t} \quad (6)$$

6. מחיר ההון המתואם, CC_i^* , מתקבל על ידי פתרון המשוואה הבאה:

$$Pv_i^*(CC_i^*) = Pv_i \quad (7)$$

³ המכנה של יחס המניות ויחס החוב הוא שווי השוק של המניות בתוספת השווי בספרים של החוב.



4. סיכום ומסקנות

ביצענו בחינה לצורך בהפחתת שווי יתרות מוניטין של החברות הבנות מקבוצת סיסנת תוכנה בע"מ, נכון ל-31 בדצמבר 2021, בהתאם ל IAS 36. כמוסכם עם מזמינת העבודה, הסתמכנו על דוחות כספיים מבוקרים לשנים 2013-2019, ודוחות כספיים לא מבוקרים לשנת 2020 ולשנת 2021, בצרוף עם תחזיות עתידיות שהתקבלו מהנהלת החברה. הערכת השווי בוצעה על בסיס גישת היוון תזרימי מזומנים (DCF).

מהניתוח שערכנו עולה כי שוויין ההוגן של כלל הפעילויות העסקיות גבוה משוויין הפנקסני, כך שאין צורך בהפחתת מוניטין.

שווי הוגן פעילויות, שווי פנקסני והצורך בהפחתת מוניטין (אלפי ש"ח)

סיסנת סולו	טסנת	תדיעד	קונקור	סה"כ	
11,824	31,807	10,908	3,712	58,251	שווי הוגן פעילות
3,808	12,651	8,987	3,434	28,880	שווי פנקסני סיסנת
8,016	19,156	1,922	278	29,371	הפרש
לא	לא	לא	לא		הפחתה
4,610	14,443	9,329	3,434	31,817	שווי פנקסני אמנת
7,214	17,364	1,579	278	26,434	הפרש
לא	לא	לא	לא		הפחתה

בברכה
גיל פינקלשטיין Ph.D.
שותף מייסד
קליר סטרוקצ'ר בע"מ



נספח א' - מקורות

במסגרת העבודה נשענו על נתונים ומסמכים שהתקבלו מהנהלת אמנת, כמפורט להלן:

תדע שותפות מוגבלת 1994

1. דוחות כספיים מבוקרים של השותפות לשנים 2013-2019.
2. נתונים כספיים של השותפות ליום 31/12/2020 וליום 31/12/2021.
3. שווי פנקסני של השותפות בספרי המזמינה, נכון ל-31/12/2021.
4. תחזית רווח/הפסד לשותפות לשנים 2022-2026.

טסנת בדיקות תוכנה

5. דוחות כספיים מבוקרים של השותפות לשנים 2013-2019.
6. נתונים כספיים של השותפות ליום 31/12/2020 וליום 31/12/2021.
7. שווי פנקסני של השותפות בספרי המזמינה, נכון ל-31/12/2021.
8. תחזית רווח/הפסד לשותפות לשנים 2022-2026.

סיסנט סולו

9. דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2013-2019.
10. נתונים כספיים של החברה ליום 31/12/2020 וליום 31/12/2021.
11. שווי פנקסני של החברה בספרי המזמינה, נכון ל-31/12/2021.
12. תחזית רווח/הפסד לחברה לשנים 2022-2026.

קונקור

13. דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2013-2019.
14. נתונים כספיים של החברה ליום 31/12/2020 וליום 31/12/2021.
15. שווי פנקסני של החברה בספרי המזמינה, נכון ל-31/12/2021.
16. תחזית רווח/הפסד לחברה לשנים 2022-2026.



נספח ב' – סביבה עסקית

1. תיאור כללי

קבוצת סיסנת תוכנה, פעילה בתחום המחשוב והתכנה לארגונים, בו היא מספקת באמצעות החברות הבנות, שירותי אפיון ופיתוח תכנה, יישום מערכות מידע, סיוע על ידי כוח אדם מקצועי (Professional Services), יעוץ בתחומי מחשוב, יישום הדרכה והטמעת מערכות מידע בארגונים, וכן שירותי הבטחת איכות תוכנה ובדיקות תוכנה.

עיקר פעילותה העסקית של הקבוצה מתמקד בישראל, כאשר שירותי בדיקות תוכנה ניתנים גם בחו"ל, על ידי חברת טסנת בהיקף לא מהותי. נכון לדצמבר 2021, למעלה מ-99% מהכנסות החברה הגיעו מישראל.

2. צד הביקוש

על פי הנהלת החברה, לקוחותיה העיקריים הינם ארגונים גדולים הממוקמים בישראל, כגון משרדי ממשלה, חברות היי טק וטלקום, מוסדות פיננסיים, גופים ורשויות ציבוריים, גופים ביטחוניים, חברות תעשייה ועוד.

ההתקשרות עם לקוחות אלה נעשית לרוב, באמצעות מכירה יזומה ללקוחות פוטנציאליים של הקבוצה, זכייה במכרזים, הסכמים אסטרטגיים (בין היתר, עם ספקי כלי בדיקות המפנים את לקוחותיהם לקבוצה), הסכמי מסגרת עם בתי תוכנה והזמנות נוספות וחוזרות של בדיקות תוכנה על ידי לקוחותיה הקיימים של הקבוצה.

על פי חברת המחקר STKI, שוק שירותי המחשוב בישראל צומח בהתמדה משנת 2010 וצפוי להמשיך לצמוח במהלך השנים 2020-2022. נכון למרץ 2020 גודל השוק מוערך על ידי חברת המחקר STKI בכ-7.08 מיליארד דולר ארה"ב, כאשר מתוכם כ-3.7 מיליארד דולר ארה"ב בגין שירותים. שיעור הצמיחה הצפוי לשוק לשנה נאמד בכ-1.39%⁴.

3. צד ההיצע

על פי הנהלת החברה, התקשרויות הקבוצה עם לקוחותיה בתחום זה מתבססות בעיקר על זכייה במכרזים או בהצעות מחיר להשגת פרויקט, כך שלמעשה כמעט כל התקשרות מאופיינת בהתמודדות מול מתחרים.

במתן שירותי פיתוח תוכנה ומערכות מידע התחרות הינה מול גופים רבים קטנים, בינוניים וגדולים. פעילות הקבוצה בתחום פעילות זה מאופיינת בענף כבעלת גודל בינוני והקבוצה מתמודדת בתחרות מול גופים בגדלים דומים. ההערכה הקיימת לקבוצה בתחום, לצוות המקצועי, לניסיון המצטבר ולאיכות הפיננסית מאפשרת התמודדות תוך קבלת הערכה טובה בפרויקטים רבים יחסית.

בשירותי בדיקות התוכנה, התחרות בישראל הינה מול גופי בדיקות תוכנה אשר חלקם פועלים כחלק מחברות אינטגרציה גדולות.

בשנים האחרונות חלה בישראל התפתחות של הרחבת הפעילות העצמית של ארגונים וכן של מתן שירותי הבטחת איכות תכנה ובדיקות מערכות תכנה ומחשוב על ידי גורמים המעסיקים כוח אדם בעלות נמוכה כדוגמת נשים חרדיות. לאור זאת קיימת ירידה בתעריפים עבור מתן השירותים הנ"ל. תופעה זו קיימת גם לאור צמצום פרויקטים ולהורדת תעריפים.

⁴ מקור: <http://sstki.info/team-member/dr-jimmy-schwarzkopf/> המספרים מתייחסים לתחזית לפני התפרצות נגיף הקורונה. התחזית המתואמת לאחר התפרצות נגיף הקורונה בסדרי גודל דומה מאוד.



מתחריה העיקריים של הקבוצה במתן שירות של פתרונות תכנה ומערכות מידע בישראל הינם: Ness Technologies Inc., מל"מ מערכות בע"מ, מטריקס אי.טי. בע"מ, טלדור מערכות מחשבים (1986) בע"מ, וואן טכנולוגיות תוכנה בע"מ, חילן בע"מ, אלעד מערכות בע"מ, אמן מחשבים בע"מ, קבוצת אס. קיו. לינק בע"מ.

מתחריה העיקריים של הקבוצה במתן שירות של בדיקות התכנה בישראל הינם: וינס מקבוצת Ness Technologies Inc., קוואליטסט בע"מ, טאקט מקבוצת מטריקס אי.טי. בע"מ וטסקום (ישראל) בדיקות תכנה בע"מ מקבוצת וואן טכנולוגיות מידע בע"מ. למיטב ידיעת החברה, רוב מתחריה בישראל מקיימים שיתופי פעולה אסטרטגיים עם יצרני כלים אוטומטיים לרבות עם HP.

להערכת החברה חלקה בשוק בדיקות תוכנה בישראל הינו כ- 5%-10% ובחוו"ל שולי מאוד.



נספח ד' – הערכת השווי טסנת

1. מסגרת כללית

הערכת השווי של טסנת, התבצעה על בסיס תחזית הכנסות והוצאות של השותפות לשנים 2022-2026 שנתקבלה מידי הנהלת המזמינה (להלן: "תחזית טסנת").

כפי שנמסר מהנהלת החברה, תחזית טסנת תואמת את תכנית העבודה שאושרה על ידי הנהלת מזמינת העבודה עבור טסנת לשנת 2022 ולציפיות הנהלת טסנת לשנים 2023-2026.

2. תוצאות הפעילות העסקית לשנים 2013-2021

במהלך השנים 2013-2018 מחזור המכירות של השותפות צמח מכ-38 מיליון ₪ לכ-63.3 מיליון ₪. בשנת 2019 חלה ירידה קלה בהכנסות בשיעור של כ-3% לסך של כ-61.5 מיליון ₪, בשנת 2020 חלה ירידה נוספת בהכנסות החברה בשיעור של כ-6%, המיוחסת בעיקרה להתפרצות נגיף הקורונה ולמשבר בעקבותיו. בשנת 2021 חלה צמיחה בהכנסות החברה בשיעור של כ-21% לסך של כ-69.8 מיליון ₪.

הרווחיות הגולמית במהלך השנים 2013-2016 שמרה על יציבות ונעה בין 19.6%-21.4% ובממוצע כ-20.2%. החל משנת 2017 חלה ירידה ברווחיות הגולמית של החברה אשר נעה בין 13.4%-17.5% ובממוצע כ-15.5% בין השנים 2017-2021.

במונחי תפעול, השותפות הצליחה לצמצם את עלויות ההנהלה והכלליות שלה מכ-4.9 מיליון ₪ בשנת 2013, לכ-3.0 מיליון ₪ בשנת 2021. הרווח לפני מס של החברה צמח בהתאמה מכ-1.0 אלפי ₪ בשנת 2013, לכ-6.6 מיליון ₪ בשנת 2021.

טבלה 7: הכנסות, רווח גלמי, EBITDA ורווח לפני מס לשנים 2013-2021 (אלפי ₪)

	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
מכירות	69,882	57,788	61,520	63,334	54,955	49,847	44,422	41,582	37,942	
צמיחה	20.93%	-6.1%	-2.9%	15.3%	10.3%	12.2%	6.8%	9.6%		
עלות המכר	57,634	48,235	52,820	54,829	46,622	40,084	35,605	32,688	30,367	
רווח גלמי	12,248	9,553	8,700	8,505	8,333	9,763	8,817	8,894	7,575	
רווחיות גולמית	17.53%	16.5%	14.1%	13.4%	15.2%	19.6%	19.9%	21.4%	20.0%	
מכירה ושיווק	1,933	1,656	1,300	1,376	1,414	1,913	1,541	1,767	1,593	
הנהלה וכלליות	3,697	2,871	3,000	2,766	2,823	2,757	2,744	3,218	4,939	
רווח לפני מס	6,618	5,037	4,580	4,363	4,096	5,093	4,532	3,909	1,043	

3. תחזית EBITDA לשנים 2022-2026

על פי תחזית הפעילות של טסנת, בשנת 2022 צפויות מכירות החברה לצמוח בשיעור הנאמד בכ-9%. במהלך השנים 2023-2026, צפויות הכנסות החברה לצמוח ולהגיע לכ-80.6 מיליון ₪. החל משנת 2027, שהינה השנה המייצגת, צפויות הכנסות החברה לצמוח בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.

ה-EBITDA צפוי לצמוח מכ-6.0 מיליון ₪ בשנת 2022, לכ-6.3 מיליון ₪, בשנת 2026.



טבלה 8: תחזית EBITDA לשנים 2022-2026 (אלפי ש"ח)

2027 ⁽¹⁾	2026	2025	2024	2023	2022	2021	
81,851	80,641	79,060	77,510	75,990	74,500	69,882	מכירות
1.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	8.76%	20.93%	צמיחה
69,573	68,545	67,201	65,883	64,592	62,900	57,634	עלות המכר
12,278	12,096	11,859	11,626	11,399	11,600	12,248	רווח גלמי
15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.57%	17.53%	רווחיות גולמית
2,166	2,134	2,092	2,051	2,011	1,972	1,933	מכירה ושיווק
3,760	3,705	3,668	3,632	3,596	3,560	3,525	הנהלה וכלליות (בנטרול פחת)
6,351	6,257	6,099	5,943	5,792	6,068	6,790	EBITDA

(2) שנת 2027 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה הינה שהחל משנה זו הכנסות החברה תצמחנה בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.

4. התאמות לשינויים בהון

4.1 הון חוזר

הנחת העבודה הינה שהיחס בין ההון החוזר למכירות יישאר בממוצע 25%.

4.2 CAPX ופחת

כפי שנמסר מהנהלת החברה, השותפות צפויה להשקיע בממוצע כ-150 אלפי ש"ח בשנה בהון. הנחת העבודה היא שהוצאות הפחת תרדנה מכ-172 אלפי ש"ח בשנת 2022 לכ-150 אלפי ש"ח בשנת 2026. החל משנת זו, עלויות הפחת צפויות לקזז את ההשקעות השנתיות.

5. תזרים מזומנים חופשי

תזרימי המזומנים בנטרול מס חברות צפויים לצמוח מכ-4.8 מיליון ש"ח בשנת 2022, לכ-5.7 מיליון ש"ח בשנת 2026. החל משנת 2027, תזרימי המזומנים החופשיים צפויים לצמוח בשיעור קבוע הנאמד בממוצע בכ-1.5% לשנה.

טבלה 9: תזרימי מזומנים מנטרלי מס חברות, 2022-2026 (אלפי ש"ח)

2027 ⁽¹⁾	2026	2025	2024	2023	2022	2021	
6,351	6,257	6,099	5,943	5,792	6,068	6,672	EBITDA
150	150	148	154	160	166	172	פחת והפחתות
6,201	6,107	5,951	5,789	5,632	5,902	6,500	רווח תפעולי
150	150	148	154	160	166		בתוספת פחת
150	150	150	150	150	150		בניכוי השקעות
302	395	388	380	373	1,155		בניכוי שינויים בהון חוזר
5,899	5,712	5,561	5,413	5,269	4,764		תזרים חופשי

(2) שנת 2027 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה הינה שהחל משנה זו תזרימי החברה יצמחו בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.



6. הערכת השווי

שווי ההון של הפעילות נאמד בכ-31.8 מיליון ₪, כמפורט להלן:

טבלה 10: תחזית של תזרימי מזומנים מהוונים, 2022-2026 (אלפי ₪)

2027 ⁽¹⁾	2026	2025	2024	2023	2022	
32,453	5,712	5,561	5,413	5,269	4,764	תזרים חפשי ⁽²⁾
4.5	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	זמן ⁽⁴⁾
14,462	2,545	2,966	3,455	4,025	4,354	תזרים מהוון ⁽⁵⁾
31,807						שווי

(1) שנת 2027 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה היא שהחל משנה זו, התוצאות העסקיות ובכלל זה תזרימי המזומנים צפויים לצמוח על פני הזמן בממוצע, בכ- 1.5% לשנה.

(2) תזרים חפשי בנטרול מס חברות.

(3) נכון ליום ה- 31/12/2021, בהנחה שהתזרים מתקבל בממוצע באמצע השנה.

(4) מחיר ההון בו הונו תזרימי המזומנים הינו 19.7% לשנה. מחיר הון זה הוא מחיר הון התואם את תזרימי המזומנים, כאשר אלה מנטרלים מתשלומי מס חברות. מחיר הון זה הינו אקוויולנטי למחיר הון של 15% לשנה, בהינתן שתזרימי המזומנים אינם מנטרלים מתשלומי מס חברות. לתחשיב מפורט של מחיר ההון ראה/ינספח ח' להלן.

7. ניתוח רגישות

בתרחישים שונים של סטיה מתחזית המכירות ושל מחיר ההון התואם את פעילות החברה בנטרול מס, שווי ההון של הפעילות נע בין כ-25.2 מיליון ₪, בתרחיש בו ישנה סטיה שלילית של 10% מהתחזית ומחיר ההון נאמד בכ-21% לשנה; לבין כ-43.1 מיליון ₪, בתרחיש בו ישנה סטיה חיובית של 10% ומחיר ההון נאמד בכ-17% לשנה, כדלקמן:

טבלה 11: שווי ההון של פעילות טסנת בתרחישים שונים של סטיה מתחזית המכירות ומחיר ההון בנטרול מס (באלפי ₪)

סטיה מתחזית המכירות						
10%-	5%-	0%	5%	10%		
25,178	27,467	29,755	32,044	34,333	21%	מחיר הון לפני מס
26,396	28,837	31,278	33,718	36,159	20%	
26,820	29,313	31,807	34,300	36,794	19.7%	
29,276	32,077	34,877	37,678	40,479	18%	
30,994	34,010	37,027	40,043	43,059	17%	



נספח ז' - מחיר ההון

מהניתוח שערכנו עולה כי מחיר ההון התואם את חברת סיסנת והחברות הבנות כאשר תשלומי מס החברות אינו מנוטרל, נאמד בכ-15.0% לשנה. מחיר ההון המתואם לנטרול תשלומי המס משתנה בין החברות בהתאם למפורט בטבלה 23 להלן.

ממשלתי שקלי ל-30 שנה, Factset	2.2%	r_f
נתוני דמודרן לחברות Computer Software system and application Services	1.09	β_{UL}
מינוף של הביטא הלא ממונפת	1.17	β_{UL}
נתוני דמודרן לשוק הישראלי	4.94%	$E[r_m] - r_f$
נתוני Duff Phelps עשירון תחתון	8.0%	DP
הצבת נתונים במשוואה (3)	15.7%	r_{equity}
הערכה של החברה	4.5%	r_d
נתוני דמודרן לחברות Computer Software system and application Services	8.34%	w_d
נתוני דמודרן לחברות Computer Software system and application Services	91.66%	w_e
רשות המיסים בישראל	23%	tax
הצבת נתונים במשוואה (4)	15.0%	WACC

טבלה 23: מחיר הון תואם לתזרימי מזומנים מנוטרלים מתשלומי מס חברות

קונקור	תדיעד	טסנת	סיסנת סולו	
15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	מחיר הון לא מתואם
19.28%	19.50%	19.68%	19.64%	מחיר הון מתואם



נספח ח' – מעריך השווי

עבודה זו נערכה על ידי גיל פינקלשטיין Ph.D, שותף מייסד בקליר סטרוקצ'ר בע"מ.

גיל הינו מעריך שווי ואנליסט כמותי המתמחה בהערכת שווי של עסקים וחברות, כמו גם, בהערכת שווי וניתוח סיכונים של מגוון רחב של נגזרים פיננסיים וניירות ערך מורכבים.

במהלך 14 השנים האחרונות גיל ביצע מנעד רחב של הערכות שווי, לרבות פעילויות עסקיות ומניות של חברות, אופציות לעובדים, ניירות ערך קונצרניים מורכבים, נגזרי אשראי, נגזרי ריבית ועוד, עבור חברות פרטיות וציבוריות, בנקי השקעות ובנקים מסחריים מישראל, ארה"ב, קנדה, אוסטרליה, ניו זילנד וגרמניה.

לגיל תואר ראשון בהנדסת תעשייה מאוניברסיטת תל אביב, תואר שני במנהל עסקים מהאוניברסיטה העברית בירושלים ותואר דוקטור במימון חברות, גם הוא מהאוניברסיטה העברית בירושלים.



נספח ט' – על הפירמה

ClearStructure

ClearStructure הינה פירמת מומחים בתחום ה Corporate finance.

תחומי ההתמחות שלנו מגוונים וכוללים בין היתר: הערכות שווי חברות, הערכות שווי מכשירים פיננסיים מורכבים, חוות דעת ומתן עדות כמומחים בבית משפט, ליווי וייעוץ בהליכי חדלות פירעון והסדרי חוב, תוכניות עסקיות, מבחני יכולת פירעון/חלוקה, מימון פרויקטים ומחקר ופיתוח של מודלים וטכנולוגיה מתחום מימון החברות.

הצוות שלנו מורכב מאנשי מקצוע בכירים, מדיסיפלינות מקצועיות שונות וניסיון רב שנים, המהווים ביחד גב איכותי ומקצועי בתחומי הכלכלה והמימון ועם הבנה חשבונאית מעמיקה.

אנחנו משרתים מגוון רחב של לקוחות שנע מחברות סטארט אפ בשלב הרעיון ועד חברות ציבוריות בינלאומיות, בנקים וחברות ביטוח מישראל, ארה"ב, קנדה, אוסטרליה וגרמניה.

לפירמה שתי שותפויות אסטרטגיות למתן שירותים בארצות אירופה דוברות הגרמנית:

- financial risk fitness GmbH – במסגרת שיתוף הפעולה אנו מעניקים שירותי ייעוץ ואנליזה מורכבת בנושאי סיכונים נזילות עבור בנקים גרמנים ואוסטרים.
- TA Partners (TAP), במסגרת שיתוף הפעולה, בין השאר, אנו מעניקים שירותי ייעוץ וידע לחברות גרמניות פרטיות ו/או ציבוריות בתחומי ה- quantitative finance ובניתוח ושיערוך של מכשירים נגזרים פיננסיים מורכבים.

תחומי פעילות עיקריים

- **הסדרי חוב וחדלות פירעון** - הצוות שלנו הינו מהמובילים והמנוסים בארץ בתחומי ייעוץ כלכלי, פיננסי, חשבונאי בהליכי חדלות פירעון שונים והסדרי חוב של חברות ציבוריות ופרטיות. צברנו ידע וניסיון ייחודיים בתפקידנו כמומחים כלכליים הממונים על ידי בתי המשפט וכיועצים כלכליים לגופים מוסדיים במסגרת הסדרי חוב, בחברות אג"ח.

במהלך העשור האחרון ליווינו ומלווים את רובם המכריע של הסדר החוב והליכי חדלות הפירעון של חברות ציבוריות בישראל, בין השאר; דלק קבוצה, אי.די.בי, אפריקה ישראל, בי קומיוניקיישנס (החברה המחזיקה בבזק), מפעלים פטרוכימיים, אלון רבוע כחול, אלון קבוצת הדלק, קרדן, מירלנד, פולאר, מטומי ואחרות.

בעשור האחרון, חברות "אמריקאיות" רבות, לרוב באמצעות התאגדות בחברת BVI גילו את שוק האג"ח בישראל וגייסו חוב בהיקפים של עשרות מיליארדי ₪. חברות אלה מאופיינות במבנים מימוניים מורכבים: ריבוי חברות מוחזקות, הלוואות בדרגות שונות, שותפים ועוד.

במסגרת הליכי חדלות הפירעון/הסדר החוב של ברוקלנד אפריל, סטרווד ווסט, מדלי קפיטל (אשר היוו את הרוב המכריע של הליכים מסוג זה של חברות "אמריקאיות" בישראל עד כה), הצוות של קליר סטרוקצ'ר העניק ייעוץ וליווי כלכלי למחזיקי אגרות החוב וצבר ניסיון ייחודי בהתמודדות עם הבעיות המאפיינות מורכבות משפטית מימונית בינלאומית.

אנו בעלי יכולות מוכחות וטרק רקורד עשיר בביצוע וכתובה של חוות דעת מומחה, ניתוח מבנה ההון והחוב, הערכות שווי, תכנון ומידול פתרונות פיננסיים, ניהול מו"מ עם בעלי שליטה, גופים מממנים, ספקים ומנהלים. אנו



- גאים ביכולתנו לעבוד בסביבות עבודה משתנות ולהתאים את גישתנו לסביבה עוינת או ידידותית ולנקוט גישה פרו אקטיבית בהתאם לסיטואציה ולתוצאה הרצויה.
- **גז טבעי ונפט** - חברי הצוות שלנו בעלי הכרות מעמיקה בתחום הנפט והגז בישראל, כולל ניסיון בהערכות שווי של נכסי גז ונפט, בהם פרויקטי תמר ולוויתן, נכסי נפט וגז בחו"ל, וכן ניסיון ביעוץ כלכלי ועסקי בתחומי הרגולציה בקשר עם פעילות בתום הגז והנפט וידע כלכלי ועסקי ביישומי גז ונפט, כגון הגז הטבעי החדש וכו'.
 - **מימון פרויקטים (Project finance) ומודלים של PPP** - הצוות שלנו בעל ניסיון רב בליווי תהליכים המידול והמימון של חלק מהפרויקטי התשתיות הגדולים בישראל בהם, מתקן טיפול השפכים של איזור גוש גן (איגודן - השפד"ן), מתקן ההתפלה בפלמחים, בית החולים באשדוד וכן ליווי הגופים העירוניים עיריית בת-ים, עיריית אילת, מועצה אזורית בני-שמעון, מועצה אזורית ברנר, עיריית תל-אביב - אחוזת החוף, עיריית רמת-השרון ומועצה אזורית מטה יהודה.
 - ניסיונונו כולל ניתוחים טכנו-כלכליים של מתקני תשתית הנדסיים, לרבות מתקני טיפול באשפה, תחנות מעבר ומתקני טיפול בשפכים; הכנת פרוגרמות כלכליות לתוכניות מתאר (ניתוח ביקושים וצרכים לפי שימושים והשוואים של השימושים השונים), הכנת תוכנית עסקיות להגדלת ההכנסות של רשויות מקומיות, ליווי התקשרויות של רשויות מקומיות וחברות כלכליות עם יזמים לצרכי פיתוח משותף (עסקאות קומבינציה, שותפות עסקית); הכנת מודל מימון למתקני תשתית שבבעלות רשויות מקומיות וניתוחי כדאיות ההקמה וליווי כלכלי של רשויות מקומיות מול משרד הפנים בנושאי מענקי איזון וועדות גבולות וחלוקת הכנסות..
 - **רגולציה** - ייעוץ כלכלי וניתוח של השפעות הרגולציה בפעילות במשק הישראלי, כגורם מייעץ למדינה ולגופים פרטיים. בין השאר צוותינו השתתף בפרויקטים בתחומי הבנייה, הבורסה ליהלומים, משאבי טבע, פיקוח מחירים טיהור שפכים ועוד. הצוות הינו בעל ניסיון רק בכתיבת ניירות עמדה ובהצגה בפני גורמי הרגולציה הרלוונטיים.
 - **תוכניות עסקיות** - אנחנו מלווים את הלקוחות שלנו בבניית תוכניות עסקיות ובחינת כדאיות כלכלית של פרויקטים משלב הרעיון, דרך שלב האיפיון והתכנון ועד לשלב הביצוע.
 - בעת שנדרש, אנו בוחנים את השימושים בגיוס משקיעים ו/או קבלת מימון חיצוני באלטרנטיבות השונות - מגופים פרטיים ועד השוק הציבורי, לרבות סיוע עם המבנה המימוני ובמסגרת עם הגורמים הרלוונטיים.
 - הצוות שלנו מיומן בניתוח שווקים וגיאוגרפיות, אפיון והגדרת מודלים עסקיים, בניית תחזיות פיננסיות, הכנת תוכניות עסקיות עבור הקמה ו/או רכישה של חברות, פרויקטים או פעילויות, בדיקות היתכנות כלכליות, הכנת פרוגרמות כלכליות לתוכניות מתאר ובנייה ועוד.
 - **הערכת שווי חברות** בתעשיות שונות ולצרכים שונים (חשבונאי, משפטי, מיסוי וליווי עסקאות)
 - **חוות דעת ועד מומחה בבתי משפט** כלכליים ושל חדלות פירעון - שותפי הפירמה משמשים כמומחים בבתי משפט והינם בעלי ניסיון רב בכתיבת חוות דעת מומחה להליכים שונים כגון: סכסוכים כלכליים, ניתוח וליווי הליכי חדלות פירעון ועוד. אנו מלווים את עורכי הדין בתכנון הפן הכלכלי של התיק ומסייעים בהכנה וניתוח של הטיעונים הכלכליים העיקריים.
 - **הערכות שווי של מכשירי הון וחוב מורכבים וסיכונים אשראי**, הכוללים חובות המירים, מניות תלויות ביצועים, מניות בכורה, אופציות תלויות ביצועים, מניות וירטואליות, אופציות לעובדים ואחרים. ביצענו מאות רבות של ניתוחים שונים של מכשירים פיננסיים מורכבים ופשוטים עבור חברות פרטיות וציבוריות מהארץ ומהעולם.
 - **מחקר ופיתוח (R&D)** - חברת הבת ClearStructure Labs פועלת בביצוע של מחקר יישומי בתחומי ה Corporate finance ומתמקדת בפיתוח של מודלים פיננסיים כמותיים וטכנולוגיות נלוות.