

**נובמבר 2017**

**חברת אברות תעשיות בע"מ-  
הערכת שווי**

**שמות מגישי העבודה :**

**טל מזרחי**

**ניצן שירזי**

**אילן ברנדס**

# תוכן עניינים

|    |   |
|----|---|
| 3  | תקציר מנהלים  |
| 4  | הצהרת מקוריות                                       |
| 5  | 1. ניתוח הסביבה העסקית וניתוח החברה                 |
| 5  | 1.1 הענף ומבנה הענף                                 |
| 6  | 1.2 עונתיות   |
| 6  | 1.3 השפעת גורמים חיצוניים                           |
| 7  | 1.4 מתחרים עיקריים                                  |
| 8  | 1.5 לקוחות  |
| 8  | 1.6 רגולציה   |
| 9  | 2. ניתוח מאפייני החברה                              |
| 9  | 2.1 פעילות החברה                                    |
| 11 | 2.2 מעמד החברה בענף                                 |
| 12 | 2.3 שוק מקומי ושווקים בינלאומיים                    |
| 12 | 2.4 שיעורי צמיחה                                    |
| 14 | 2.5 יעדים ואסטרטגיה עסקית                           |
| 15 | 3. ניתוח דוחות כספיים                               |
| 15 | 3.1 דוחות רווח והפסד ומאזן של החברה לשנים 2014-2016 |
| 18 | 3.2 ניתוח דוח תזרים המזומנים                        |
| 21 | 3.3 חישוב מדדים פיננסיים                            |
| 28 | 3.4 מדד אלטמן                                       |
| 29 | 3.5 דירוג האשראי                                    |
| 31 | 3.6 ניתוח מגזרי הפעילות החברה                       |
| 33 | 3.7 אברות מול צינורות מזרח התיכון                   |
| 35 | 4. הערכת השווי                                      |
| 35 | 4.1 אירועים מרכזיים                                 |
| 36 | 4.2 הנחות להערכת השווי                              |
| 40 | 4.3 תזרים המזומנים העתידי                           |
| 42 | 4.4 WACC  |
| 44 | 4.5 סיכום הערכת השווי וניתוח רגישות                 |
| 46 | 4.6 סיכום האנליזה                                   |

## תקציר מנהלים

אברות תעשיות בע"מ הינה חברה ציבורית בשליטת גבי מנגזי (כ-70.5%) ובארות יצחק (כ-14.5%) העוסקת בארבעה תחומי פעילות:

1. ציפוי ועטיפת צנרת פלדה
2. ייצור ושיווק צנרת פלסטיק
3. ניקוי וצביעה של מוצרי מתכת
4. פעילות קבלנית של תשתיות מים וביו

מטרת עבודת האנליזה הינה לבחון האם חברת אברות אטרקטיבית להשקעה לפי גישת השקעות הערך, יכולת פירעון החובות והערכות של צמיחה עתידית של תזרימי המזומנים הנובעים מתחומי הפעילות של החברה. בעבודה זו ניתחנו תחילה את ענף הפעילות של החברה, לאחר מכן את השירותים שאותם מעניקה והמאפיינים שלה, ניתוח הדוחות הכספיים ולסיכום הערכת השווי המתבססת על הניתוח המקיף שבוצע במהלך העבודה.

כ-90% מההכנסות של אברות הן בישראל, אך היא גם הצליחה לאחרונה להגדיל את הפעילות ולחתום על הסכמים עם משווקים בינלאומיים. בתחמי הפעילות של אברות בארץ קיימת מתחרה אחת גדולה ממנה שהוגדרה כ"מונופול" עלידי הרשות להגבלים עסקיים. המדיניות של הלקוחות העיקריים שצורכים את המוצרים של אברות (מקורות ומנדלסון ש.בר) היא לא להסתמך על ספק אחד בלבד. לכן למרות שהמתחרה של אברות גדולה ממנה, יש פחות לחצים תחרותיים מול הלקוחות הנ"ל.

אברות הינה חברה פרויקטליות והמקורות העיקריים של ההכנסות הם באמצעות זכייה במכרזים של פרויקטים ספציפיים, דבר שמעלה את סיכון החברה.

החברה התחילה בשנים האחרונות להגדיל את שיעור ההכנסות מתוך סך הכנסות של הקבוצה בתחום הפעילות של ייצור ושיווק צנרת פלסטיק מתוך הערכה כי תחום הפעילות הזה יהווה מנוע הצמיחה העיקרי של החברה בשל היתרונות הסביבתיים והכלכליים של צנרת הפלסטיק ביחס לצנרת בטון.

בשנת 2015 בוצע מיזוג והעברת הפעילות של "מנגזי תשתיות בע"מ" לחברה תמורת הקצאת מניות וכך נוסף תחום הפעילות של פעילות קבלנית של תשתיות מים וביו. המהווה היום 38% מסך ההכנסות של החברה. בעקבות חוק תאגידי מים שמטרתו החוק הינה להפריד את שירותי הולכת המים ואספקתם מהרשויות המקומיות, ומחייב את תאגידי המים בהשקעה שנתית בתשתיות, הביקושים למוצרי החברה ולפעילות בתחום צפויים לגדול בשנים הקרובות.

במרץ 2017 רשם הקבלנים החליט על ביטול רישומה של מנגזי תשתיות בע"מ ברשם הקבלנים. החברה הכירה בירידת ערך של 7.2 מיליון ₪ כתוצאה מביטול הסיווג. נכון להיום טרם הוחלט סופית לגבי ביטול הרישום של מנגזי תשתיות. לפי החלטת בית המשפט החברה תסיים את הפרויקטים שזכתה בהם עד למועד של החלטת הביטול ולא תהיה זכאית להשתתף במכרזים נוספים עד פתרון שיימצא בבית המשפט החברה גם ציינה כי נכון למועד זה היא אינה יכולה להעריך את הפגיעה הצפויה בהכנסות העתידיות.

בעקבות חוסר וודאות לגבי תחום פעילות המים, החלטנו לבצע שתי ההערכות שווי שאחת מהן הינה "רגילה" ומשקפת את הערכתנו לאחר הניתוח המקיף שביצענו לגבי החברה, וההערכה השנייה הינה "אופטימית" ומציגה מצב שהחברה תצליח להגדיל את ההכנסות בשיעורים גבוהים יותר.

להערכתנו חברת אברות הינה **בתמחור יתר** והשווי ההוגן שלה הוא בשער של 17.31 אגורות למניה, ומגלם ירידה של כ-31% מהמחיר שבו היא נסחרת היום.

נציין כי גם בהערכה האופטימית שנתנו לחברה רק לשם השוואה, השווי ההוגן של החברה הינו 28.39 אגורות למנייה ומגלם עלייה של 3% מהשער הנוכחי שבו היא נסחרת.

**המלצתנו למשקיעים היא לא לקנות את המניה בשל תמחור יתר והסיכונים הגלומים בהשקעה עקב חוסר הוודאות של תחום פעילות המים.**

## **הצהרת מקוריות:**

אנו החתומים מטה מצהירים בזאת כי העבודה שהגשנו הנושאת את הכותרת: **הערכת שווי של חברת אברות** היא עבודה מקורית אשר נכתבה במשותף ע"י כל חברי הצוות ושכל אחד מהחתומים מטה נטלו חלק מהותי בהכנתה. כל הכתוב בעבודה זו הוא פרי ידינו וכל דבר הלקוח ממקור אחר מצוין ומאוזכר כך בברור.

אנו מודעים לכך שהגרסה הדיגיטאלית המצורפת לעבודה תיבדק מול בסיס נתונים לעבודות קודמות ושעבודתנו תיכלל במאגר זה בעתיד.

על החתום :

1. שם: טל מזרחי, ת.ז. 203428800, תאריך: 21/11/2017 חתימה: טל מזרחי

2. שם: ניצן שירזי, ת.ז. [REDACTED], תאריך: 21/11/2017 חתימה: ניצן שירזי

3. שם: אילן ברנדס, ת.ז. [REDACTED] תאריך: 21/11/2017 חתימה: אילן ברנדס

## 1. ניתוח סביבה עסקית

### 1.1. הענף ומבנה הענף:

ענף הפעילות בו פועלת החברה הוא ענף התעשייה, "מתכת ומוצרי בניה". תחום הפעילות העיקרי של אברות הוא ציפוי ועטיפת צנרת פלדה. תחום פעילות זה מושפע מעונתיות, כך שבעונות גשומות, מורגשת הפחתה בביצוע פרויקטים שונים, וכפועל יוצא מכך חלה ירידה במכירות החברה, ברבעון הראשון של כל שנה קלנדרית.

#### סקירה ענפית:

ענף המתכות מתחלק לשני תתי - ענפים עיקריים, מתכות בסיסיות ומוצרי מתכות. תעשיית המתכת הבסיסית עוסקת בייצור ועיבוד בסיסי של מוצרי מתכת לכדי ייצור של מתכות לבניין, פרופילים, צינורות ומוצרים נוספים. חלק ממוצרי המתכת הבסיסית משמשים חומר גלם לתעשיות מוצרי המתכת. חלק גדול מהמוצרים המיוצרים בתעשייה זו מוגדרים כתעשייה מסורתית או low-tech ולכן הם חשופים לתחרות משמעותית מחו"ל ממדינות כמו טורקיה וסין. תעשיית מוצרי המתכת משתמשת בחומרי גלם של תעשיית המתכת הבסיסית לצורך עיבוד וייצור מוצרים מוגמרים ממתכת. בענף פועלות קרוב ל-2,800 חברות.

התוצרת הענפית משמשת בעיקר את ענפי הנדל"ן, התשתיות והחקלאות ולכן, למצבם של ענפים אלו השפעה רבה על הענף. הברזל והפלדה והמתכות האל - ברזליות משמשות את הענף כחומרי גלם עיקריים. כתוצאה מכך, קיימת רגישות רבה בענף למחירי המתכות בעולם. בענף המתכת פועלים שחקנים רבים העוסקים במגוון תחומים כגון: תעשיית ביטחונית, סחר במתכות, ייצור כלים ממתכת, ייצור גדרות, התכת גרוטאות ועוד.

להלן נתונים שונים על התפלגות הענף לפי תתי ענפים עיקריים במיליוני ₪:

| מועסקים   | הכנסות (במיליוני ש"ח) | שיעור מכירות תת-הענף מתוך סך ענף המתכת | יצוא (במיליוני ש"ח) | שיעור ייצוא | שיעור ייצוא תת-הענף מתוך סך ייצוא ענף המתכת |
|---|-----------------------|--|---------------------|-------------|---|
| א. תעשיות ייצור ברזל ופלדה                          | 13,933                | 6,000                                  | 17%                 | 470         | 8%  |
| ב. ייצור מתכות אל ברזליות                           | 5,934                 | 2,500                                  | 7%                  | 420         | 17%   |
| ג. ייצור יציקות מתכת וייצור מוצרי צנרת ממתכות שונות | 3,435                 | 2,300                                  | 6%                  | 610         | 27%   |
| ד. תעשיות ייצור מוצרי מתכת מעובדים                  | 28,338                | 18,700                                 | 52%                 | 2,270       | 12%   |
| ה. ייצור כלי חיתוך                                  | 5,000                 | 4,000                                  | 11%                 | 3,400       | 85%   |
| ו. ייצור אביזרי מים ממתכת ואביזרים עבור חממות       | 2,985                 | 2,500                                  | 7%                  | 1,630       | 65%   |
| סכום כולל   | 59,625                | 36,000                                 | 100%                | 8,800       | 24%   |

## 1.2 עונתיות:

תחום הפעילות של ציפוי ועטיפת צנרת פלדה מושפע מעונתיות, כך שבעונות גשומות, מורגשת הפחתה בביצוע פרויקטים שונים, וכפועל יוצא מכך חלה לעיתים ירידה במכירות החברה, ברבעון הראשון של כל שנה קלנדרי, לכן אנו נבחן את תוצאות החברה ברמה שנתית.

תחום ייצור ושיווק צנרת פלסטיק גם כן מאופיין בעונתיות. בעונת החורף דצמבר עד פברואר רמת הפעילות בארץ מתמתנת מעט בכל תחומי הפעילות: השקיה, תשתית ותקשורת. יתר השנה מאופיינת ברמת פעילות גבוהה יותר. לעומת זאת, פעילות מוצרי הפלסטיק אינה מתאפיינת בעונתיות, מלבד עבודות צנרת באתרים פתוחים בהן ישנה ירידה בימי גשם.

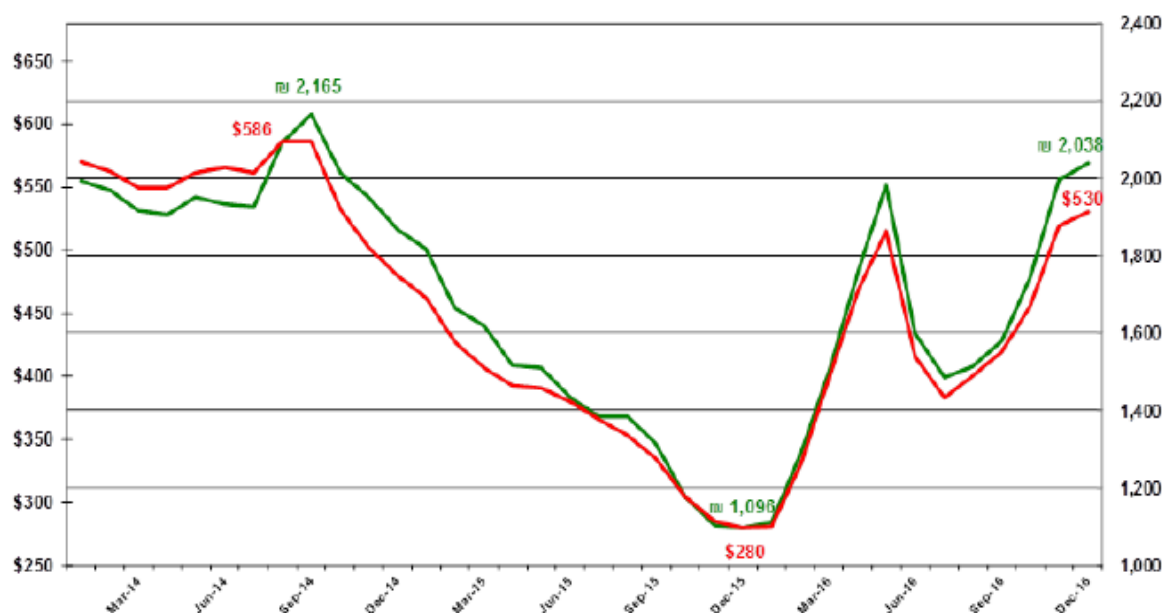
תחום הניקוי והצביעה של מוצרי המתכת אינו מושפע באופן ניכר מעונתיות.

## 1.3 השפעת גורמים חיצוניים:

ישנם מספר גורמים חיצוניים אשר משפיעים על הענף ועל החברה:

- תקציב המדינה - הגדלת ההשקעה בתשתיות, מים, גז טבעי, תעשייה, בניה וביוב – הביקוש למוצרי החברה בתחום ציפוי ועטיפות צינורות פלדה מושפע בעיקר מתקציב המדינה בנושא תשתיות.
- הקמת מתקני התפלה וחיבורם למתקני הולכת מים – הקמת מתקני התפלה לאורך הים התיכון ע"י המדינה מצריך חיבור למתקני הולכת המים של חברת מקורות, דבר אשר משפיע לחיוב על ביקוש מוצרי חברת אברות.
- חוק תאגידי המים - מטרת החוק הינה להפריד את שירותי הולכת המים ואספקתם מהרשויות המקומיות בשל הזנחת עניין זה ע"י העיריות. לפיכך, על מנת לשפר את מצב תשתיות המים, הוטלה על תאגידי המים עם הקמתם, החובה להשקיע אחוז מסוים מהכנסתם בתשתיות המים העירוניות תוך עמידה ביעדים מקצועיים מסוימים כגון הורדת אחוזי פחת מים. על מנת לעמוד ביעדים אלו תאגידי המים נדרשים לבצע השקעות שנתיות בהיקף של עשרות מיליוני ₪ בשדרוג ובשחלוף מערכות – דבר אשר מעלה את הביקוש למוצרים של חברת אברות.
- מענקים והלוואות מהמדינה - משרד התשתיות מעניקים תמריצים לתאגידי המים אשר תכליתם לעודד הפחתת אובדן המים ושדרוג תשתיות המים והביוב. בנוסף, מחויבים תאגידי המים להשקיע אחוז מסוים מהכנסותיהם בשיפור ושדרוג תשתיות המים. מנהלת המים מעמידה הלוואות לתאגידי המים לצורך שדרוג תשתיות ומפקחת על ההתנהלות הפיננסית של הפרויקטים הממומנים. ע"פ הערכת החברה, השפעות השינויים בהיקף ההשקעות בתשתיות המים ושינויים בהיקף המענקים וההלוואות מהמדינה, באות לידי ביטוי בתחום פעילות תאגידי המים בכמות המכרזים והיקפם שהפעילות שואפת להתמודד בהם – מעודד ביקושים למוצרי החברה.
- מחירי הפלדה בעולם - רווחיות החברה מושפעת ממחירי הפלדה בעולם, שכן צינורות הפלדה מהווים חומר הגלם המרכזי בייצור מוצרי החברה. **לתנודתיות במחירי הפלדה העולמיים בשנת 2016 ולעיתוי רכישת/הזמנת חומרי גלם חדשים ישנה השפעה מהותית על הרווחיות הנמוכה של פעילות הפלדה בשנת 2016.**

להלן גרף המתאר את מחירי הפלדה משנת 2014 ועד לדצמבר 2016:



כפי שניתן לראות בגרף לעיל, במהלך שנת 2016 חלה עליה במחירי הפלדה על רקע מספר התפתחויות בשוק העולמי, אם כי הם עדין נמוכים בהשוואה היסטורית. ניתוח שוק הפלדה העולמי, מלמד כי עודף כושר הייצור העולמי, יתרום, לכל הפחות, למיתון המשך עליית מחירי הפלדה.

כפי שציינו, החברה חשופה לתנודתיות במחירי הפלדה. ניכר ע"פ הגרף כי בשנה האחרונה הייתה תנודתיות אגרסיבית במחירי הפלדה אשר השפיעו על תוצאות החברה. ככל שהשינויים במחירים יהיו הדרגתיים כך יאפשרו היערכות מצד החברה.

נציין כי גם למחיר הפלסטיק השפעה על תחום פעילות צנרת הפלסטיק של החברה, יחד עם זאת, תחום זה פחות מהותי לחברה.

- **חשיפות לשע"ח** – רוב חומרי הגלם נרכשים בעיקר בדולרים ונמכרים ללקוחות בשקלים. בנוסף, פעילות היצוא של צינורות הפלדקס של החברה הוא לאירופה ולכן חשופים גם ליורו (למשל, יציאת בריטניה מהאיחוד האירופי ביוני 2016, השפיעה על רווחיות היצוא של החברה).

#### 1.4 מתחרים עיקריים:

המתחרה העיקרית של החברה בתחום פעילות זה הינה צינורות המזרח התיכון (צמ"ת) אשר מחזיקה בשיעור העולה על כ- 50% מנתח השוק, ביחס לחלק ממוצרי הצנרת, ואף בצינורות בעלי קטרים העולים על 40 אינץ' מחזיקה בשיעור של 90% מנתח השוק. צמ"ת הוגדרה על ידי הממונה על ההגבלים העסקיים כמונופול ומחיריה ממוקחים בהתאם להוראות חוק יציבות מחירים במצרכים ובשירותים. על אף שמחירי מוצרי החברה אינם כפופים לפיקוח, הרי שבשל התחרות עם צמ"ת, מושפעים לרעה מחירי המכירה של מוצרי החברה באופן בו המחיר הממוקח מהווה רף מקסימאלי למחירי מוצרי החברה. מלבד צמ"ת ישנם מעט מתחרים נוספים.

## 1.5 לקוחות:

חברת מקורות (חברה ממשלתית) הינה לקוח מרכזי של החברה בתחום פעילות זה. המכירות למקורות כוללות בעיקר צינורות לקווים ארציים גדולי קוטר להולכת מים שפירים ומי קולחין. המכירות למקורות הינן ממגוון הצינורות הרחב של החברה, אך עיקרן מתוך הצינורות לתשתית מים בקטרים הגדולים מעל 16 צול. התחום הציפוי והעטיפה, היקף הרכישות השנתיות של מקורות הגיעו ל-36% מסך המכירות. לקוח מרכזי נוסף של החברה הינו מנדלסון ש.בר בע"מ (משווק צינורות). מנדלסון הינו בית מסחר המוכר את מוצרי החברה ללקוחות סופיים. היקף רכישותיו השנתיות של מנדלסון ש.בר בתחום פעילות זה הגיע בשנת 2016 לכ- 23.7% מסך המכירות בתחום הפעילות. עיקר הרכש של מנדלסון ש.בר הינו בתחום הצנרת לתשתיות מים.

להלן התפלגות לקוחות לקבוצות- משווקי צינורות, חברות ממשלתיות ומוסדיים:

| קבוצת לקוחות         | 2016          |            | 2015          |            | 2014          |            |
|----------------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|
|                      | באלפ"ש        | %          | באלפ"ש        | %          | באלפ"ש        | %          |
| משווקי צינורות       | 42,925        | 56         | 46,781        | 52         | 52,176        | 56         |
| חברות ממשלתיות       | 27,394        | 36         | 32,081        | 35         | 35,053        | 38         |
| לקוחות מוסדיים       | 48            | 0          | 1,145         | 1          | 386           | 0          |
| אחרים (בעיקר קבלנים) | 5,683         | 8          | 10,432        | 12         | 5,247         | 6          |
| <b>סה"כ</b>          | <b>76,050</b> | <b>100</b> | <b>90,439</b> | <b>100</b> | <b>92,862</b> | <b>100</b> |

## 1.6 רגולציה:

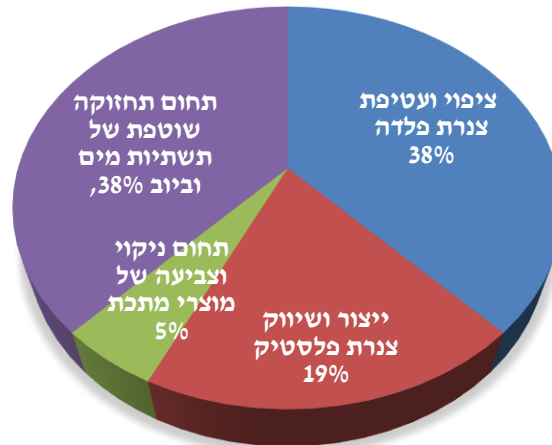
בעבר, הטיפול באחזקת צנרת המים והביוב היה בטיפול העירייה ולכן פעילות חברות שעסקו בכך הושפעה במידה רבה מסדרי העדיפויות של השלטון המקומי וממצבו הכספי דבר אשר יצר ניגודי עניינים וזליגת כספים. **בשנת 2001 חוק חוק תאגידי מים וביוב**, שבמסגרתו ניתנה לרשויות המקומיות אפשרות להעביר את ניהול משק המים והביוב לידי חברה ייעודית – תאגיד מים וביוב. מטרת החקיקה הייתה לערוך שינוי מבני במשק המים, באמצעות ניתוק תחום המים והביוב מניהול הרשויות המקומיות, והעברתו לידי תאגיד ייעודי נפרד. במסגרת החוק, עוגנה החלטת מדיניות שתכליתה יצירת משק מים סגור. אולם, בפועל רק תשע מתוך כמאתיים עיריות ומועצות מקומיות שהחוק חל עליהם, ניצלו את האפשרות שניתנה להם בחוק להקים תאגיד מים וביוב. אף אחת מאותן רשויות לא התאגדה במסגרת תאגיד רב-רשותי, וכל אחת מהן הקימה תאגיד נפרד המשרת רק את התושבים בתחומה. בשנת 2007 האכיפה הוגברה וחוק תאגידי מים וביוב קבע על איסור מוחלט של הפעלה עצמית של שירותי המים וביוב על ידי הרשות המקומית. בחודש דצמבר, 2014 ועדה משותפת של משרד האנרגיה, התשתיות והמים ומשרד האוצר המליצה להפחית משמעותית את מספר תאגידי המים ברחבי הארץ ולהוריד ב-9% את מחירי המים, החברה מעריכה כי לא תהיה השפעה מהותית על פעילותה.

נדגיש כי הרגולציה פועלת באופן עקיף על החברה באמצעות דרישות רגולטוריות על לקוחות החברה (תאגידי המים).



2.1. פעילות החברה (מוצרים לפי תחומי פעילות):

התפלגות ההכנסות



• תחום ציפוי ועטיפת צנרת פלדה:

כ- 38% מהכנסות החברה נכון ליום ה- 31.12.16.

אברות רוכשת את צנרת הפלדה בתצורתה הראשונית מיצרנים מקומיים ומיצרנים מחו"ל ומבצעת בעצמה את ציפוי ועטיפת הצנרת על פי מפרטים ותקנים שונים ובכך יוצרת הגנה מפני פגעי טבע ובעיקר קורוזיה. נציין כי מוצרי החברה מיועדים לשימוש במערכות תשתית, שימושי המוצרים הלוו מתחלקים לארבע קבוצות עיקריות:

1. צנרת ביתית.
2. צינורות לתשתית מים וביוב.
3. צנרת כיבוי אש.
4. צינורות להולכת גז ודלק.

סוגי הצינורות שהחברה מייצרת מחולקים בהתאם לקוטר. צינורות בקטרים של עד 6 צול במוגדרים כצינורות בקוטר קטן, צינורות בינוניים של עד 24 צול וצינורות בקטרים גדולים של מעל 24 צול. הצינורות הביתיים הינם עד 3 צול וצינורות בקטרים גדולים יותר משמשים לתשתיות ולהולכת דלק. להלן טבלה המתארת את סוגי הצינורות לפי סוג השימוש:

| סוג השימוש                           | סוג הצינור   |
|--------------------------------------|--|
| צנרת ביתית                           | בדרי"כ צינור מגולוון. הצינור עטוף בעטיפה חיצונית (מסוג פוליאאתילן).                                    |
| צינורות לתשתיות מים וביוב            | עטוף בעטיפה חיצונית (מסוג פוליאאתילן) ומצופה בציפוי פנימי (מבטון או צביעה מיוחדת באפוקסי או פוליאורתן) |
| צנרת כיבוי אש                        | בדרי"כ צינור מגולוון הצבוע בצבע אפוקסי.  |
| צינורות להולכת דלק וגז <sup>12</sup> | עטוף בעטיפה חיצונית (מסוג פוליאאתילן או פוליפרופילן) ובחלק מהמקרים גם פנימית (מסוג אפוקסי).            |

- תחום ייצור ושיווק צנרת פלסטיק וביצוע עבודות פלסטיקה הנדסית באמצעות חברת הבת - פלדקס:

החברה היא היצרנית היחידה בישראל לצינור הפלסטיק מסוג פלדקס, אולם ישנה תחרות מול יצרני צנרת הבטון שמהווה מוצר תחליפי וכן קיימת פעילות יבוא של מוצר זה בעיקר מטורקיה.

החברה פועלת בתחום צנרת הפלסטיק להובלת נוזלים לצרכי ניקוז וביוב.

כ- 19% מהכנסות החברה הינם מתחום זה נכון ליום ה- 31.12.16.

שוק צינורות הפלסטיק בו פועלת החברה מורכב מצנרת בקטרים שבין 400 מ"מ ל- 1,600 מ"מ ומיועד בעיקר לשוק התשתיות העירוניות והתעשייתיות, קרי ניקוז מי גשמים והולכת מערכות ביוב. על פי הערכות החברה, שוק זה מהווה מנוע הצמיחה עיקרי, בעיקר נוכח מגמה הולכת וגדלה בשימוש בצינורות פלסטיק בפרויקטי תשתית חדשים וכן החלפת צינורות בטון קיימות בצינורות הפלסטיק, מטעמי איכות סביבה וצמצום עלויות.

- תחום ניקוי וצביעה של מוצרי מתכת:

מתן שירותי ניקוי, צביעה בצבע רטוב, ציפוי באבקה יבשה וציפוי משטחי ופריטי מתכת בגדלים שונים בהתזה. כ- 5% מהכנסות החברה הינם בתחום זה נכון ליום ה- 31.12.16. תהליך זה משלים לתהליך הציפוי המתואר לעיל בתחום הפעילות הראשון.

לתחום פעילות זה יש מאגר רחב ומגוון של לקוחות. על לקוחות תחום הפעילות נמנים מפעלים של התעשיות הביטחוניות, מפעלי תשתית, מפעלי אלקטרוניקה, מפעלי מתכת ומסגריות, מפעלי מזון ויצרני מוצרים המכילים רכיבי מתכת הנזקקים להגנה מפני קורוזיה. אין לתחום פעילות זה לקוחות המהווים למעלה מ- 15% מכלל הכנסות החברה ממכירותיה ולא קיימת לחברה תלות בלקוח כלשהו.

- תחום תחזוקה שוטפת של תשתיות מים וביוב ברשויות מקומיות:

מתן שירותים לתאגידי מים, בהם אחזקת צנרת המים והביוב ושדרוג יזום של קווי מים וביוב ישנים, אותם היא מבצעת בעצמה ובאמצעות קבלני משנה. כ- 38% מהכנסות החברה הינם בתחום זה נכון ליום ה- 31.12.16.

כתוצאה מהרפורמה במשק המים, מחויבות הרשויות המקומיות להעביר את האחריות על תחזוקת תשתיות המים והביוב לידי תאגידי מים חיצוניים.

משק המים בישראל מתאפיין בשנים האחרונות בהיקפי השקעות נרחבים אשר מתבטאים בהוצאה אל הפועל של פרויקטים בתחום התשתיות הלאומיות בכלל בתחום הפעילות בפרט, זאת לאחר שנים של היעדר השקעה בתשתיות המים בישראל. בהתאם לתכנית רב ארצית בקשר לתשתיות המים אשר פורסמה בשנת 2012. היקף ההשקעה הכספי של פרויקטי המים הצפויים בעשור הקרוב נאמד בכ- 5 מיליארד ש"ח בשנה. הקמת התשתיות חיונית להשגת איזון במשק המים על רקע דלילות המשקעים בשנים האחרונות. ההשקעה וביצוע פעולות הקמת והרחבת תשתיות המים מתבצעות על ידי המדינה, ממקור המים ועד לפתחו של המרחב העירוני, בין היתר באמצעות מקורות, וכן על ידי תאגידי המים עצמו במרחב העירוני.

## 2.2. מעמד החברה בענף:

החברה נמנית מבין השחקנים הראשיים בענף אך היא אינה שחקנית ראשית. להלן ניתוח יחסים פיננסיים נבחרים מהדוחות של החברות הציבוריות בענף המתכת:

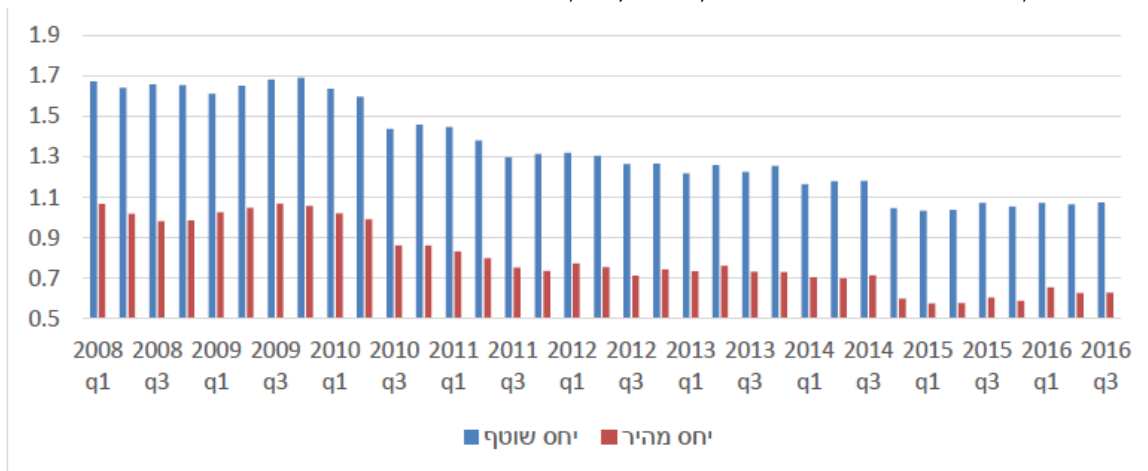
| שם החברה       | החלק היחסי מהמאזן המצרפי |
|----------------|--------------------------|
| אפריקה תעשיות  | 38%                      |
| חד-אסף         | 12%                      |
| עשות           | 12%                      |
| צינורות המזה"ת | 10%                      |
| המלט           | 9%                       |
| בית שמש        | 6%                       |
| קליל           | 6%                       |
| אבחת           | 4%                       |
| תדיר ג         | 4%                       |
| לכיש           | 2%                       |

ע"פ דוחות כספיים של חברות ציבוריות ניכר כי היקף המכירות בענף ירד משמעותית בשנת 2014 וכיום במגמת עליה. הסיבה לכך נובעת, ככל הנראה לאור התפתחות היבוא במקביל, ירידה במחירי המכירה ומעבר למוצרי פלסטיק (מהווה גם יתרון באורמת).

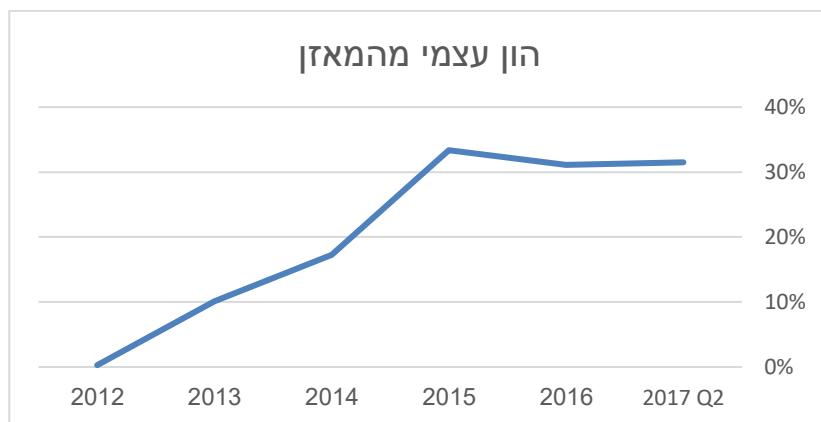
- שיעור הרווח התפעולי הממוצע בענף הוא כ- 4.4% נכון לשנת 2016. הרווח התפעולי של אברות ב-2016 הינו 2.8%, והממוצע בחמש השנים האחרונות הינו 4.5%.
- נטל מימוני (יחס בין הוצ' מימון להכנסות) בענף עומד על כ- 2.26% נכון ל-2016 לעומת 2.65% ב-2015. הירידה בנטל המימוני חיובית שכן מגדילה את שורת הרווח של החברות בענף. נטל מימוני באברות בשנת 2016 עמד על 3.3%, ובממוצע בחמש השנים האחרונות 3.7%.
- יחסי הנזילות הממוצעים בענף, המעידים על יכולת החברות לפרוע את התחייבויותיהן

בטווח הקצר, מצויות במגמת ירידה. היחס השוטף, המחושב כיחס שבין הנכסים השוטפים להתחייבויות השוטפות, עומד על כ- 1.1. יחסי הנזילות הנוכחיים נמוכים מהיחסים שנצפו בשנים קודמות, ירידה ביחסי הנזילות מצביעה על היחלשות ביכולת לכסות התחייבויות שוטפות מהמקורות הקיימים.

להלן התפתחות יחסי נזילות בענף לאורך זמן:



- מינוף: יחס הון עצמי למאזן ממוצע בענף עומד על כ- 33%. יחס ההון העצמי למאזן של אברות הינו 32% נכון לדוחות האחרונים ברבעון השני של 2017. העלייה בהון העצמי נבעה באופן ניכר עיקרה מגיוסי הון.



### 2.3. שוק מקומי ושווקים בינלאומיים:

רוב ההכנסות של החברה הינם משווקים מקומיים. עם זאת, פעילות החברה מתרחבת בשווקים בינלאומיים והיא שואפת להגדילה.

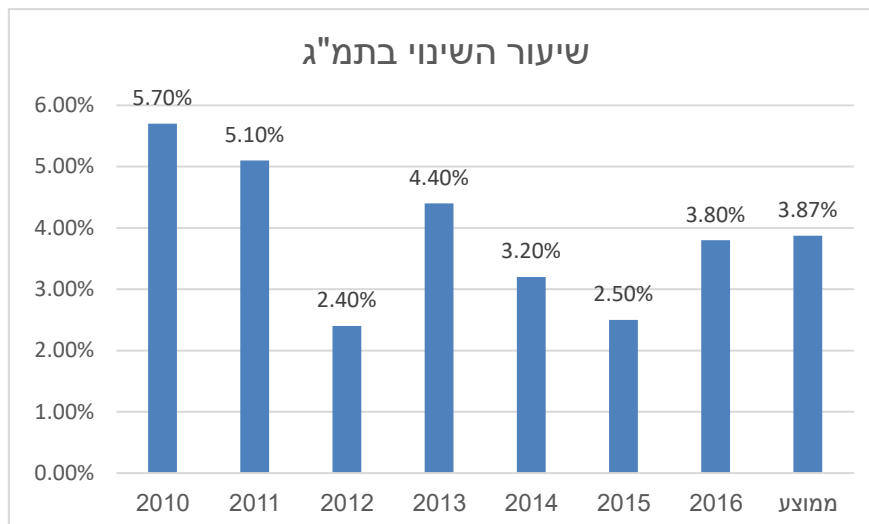
להלן טבלה המתארת את שיעור ההכנסות משווקים בינלאומיים:

| 12/14  | 12/15  | 12/16  | סוג הכנסה             |
|--------|--------|--------|-----------------------|
| 125576 | 150357 | 178417 | הכנסות משוק מקומי     |
| 10998  | 13802  | 17763  | הכנסות מייצוא         |
| 136575 | 164159 | 196180 | סה"כ מכירות           |
| 8.05%  | 8.41%  | 9.05%  | שיעור ההכנסות מהייצוא |

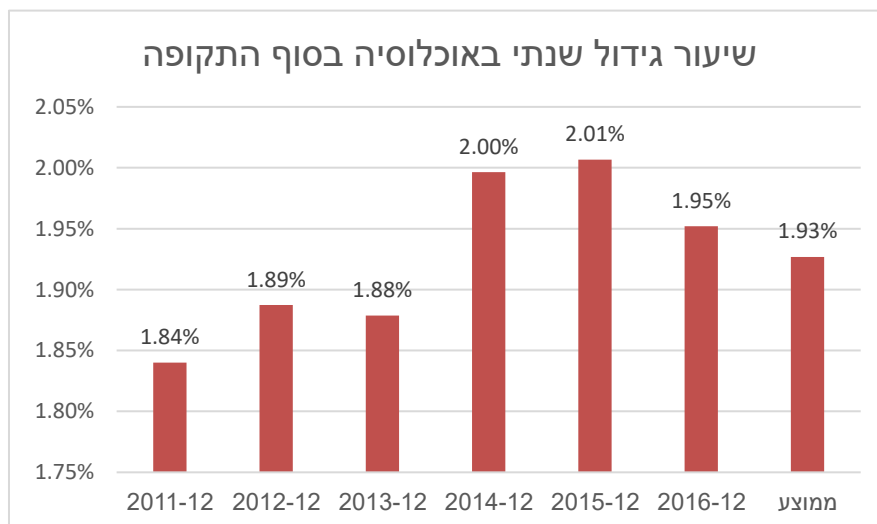
עיקר הייצוא הוא לאירופה בתחום הפעילות של צינורות הפלסטיק. בנוסף החברה מרחיבה את פעילותה בשווקים בינ"ל באמצעות התקשרות עם מפיצים והסכמי הפצה. החברה גם הקימה קו ייצור באיטליה ופועלת על מנת להגדיל את הפעילות מתוך הנחה כי צינורות הפלסטיק אפקטיביות יותר גם בעלות וגם בתועלת מצינורות הפלדה.

### 2.4. שיעורי צמיחה:

צמיחת החברה מושפעת מהצמיחה במשק. ככל שהמשק יתפתח בנושא תשתיות, חקלאות, הולכת גז טבעי בנייה ותעשייה, כך יגדל הביקוש למוצרי החברה. בנוסף צמיחת החברה מושפעת גם משיעור הגידול באוכלוסייה והצורך להשקיע בתשתיות חדשות. לאור האמור לעיל, אנו נשווה את נתוני צמיחת החברה לשיעורי הגידול של התמ"ג ושיעורי הגידול באוכלוסייה.



שיעור צמיחת התמ"ג הממוצע בשנים האחרונות הינו 3.87%.



שיעור הגידול השנתי בממוצע באוכלוסייה בשנים האחרונות הינו 1.93%.

לצורך השוואה לשיעורי הצמיחה של החברה, בחנו את שיעורי הצמיחה של צינורות מזרח התיכון – המתחרה הגדולה של אברות בתחומי הפעילות שלה. אברות וצמה"ת מהוות כמעט את כל שווי השוק בישראל מתחומי הפעילות שלהן.

שיעורי הצמיחה של אברות וצינורות מזרח התיכון בהכנסות שנה מול השנה שקדמה לה:

| 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | ממוצע |                                      |
|------|------|------|------|------|------|-------|--------------------------------------|
| 9%   | 14%  | -4%  | 5%   | 20%  | 20%  | 11%   | אברות                                |
| 63%  | 21%  | -22% | 6%   | -4%  | 1%   | 11%   | צינורות מזרח התיכון                  |
| 46%  | 19%  | -18% | 6%   | 3%   | 7%   | 10%   | צמיחה בשילוב ההכנסות של אברות וצמה"ת |

חשוב לציין כי החברות הנ"ל חן חברות פרויקטליות. לכן קיימת שונות גדולה בין הגידול בהכנסות שנה מול שנה.

שיעור הצמיחה של ההכנסות של אברות וצמה"ת ביחס לאחוז השינוי בתמ"ג ובגידול האוכלוסיה נובע להערכתנו בעיקר מ:

- א. פרויקטיים ארציים כגון הקמת מתקני התפלה, שדרוג המוביל הארצי, הקמת הרכבת הקלה גרמו לעלייה בביקושים של מוצרי החברה.
- ב. מגמה עולמית של מעבר לצנרת פלסטיק בקטרים קטנים.
- ג. חוק תאגידי מים וביוב משנת 2007 המחייב רשויות מקומיות להפעיל את שירותי המים שבתחומן באמצעות תאגידי המים.

## **2.5. יעדים ואסטרטגיה עסקית**

ביסוס מעמדה כשחקן בכיר בתחום אספקת צינורות לתחום התשתיות בארץ. בין היתר, על ידי הרחבת מגוון המוצרים והשירותים שהחברה מספקת, ביסוס והעמקת הקשרים עם חוג לקוחותיה.

- הרחבה משמעותית של הפעילות הבין לאומית ע"י יצוא ובחינת שיתופי פעולה נוספים - בחו"ל.
- הרחבת פעילות החברה בתחום השירותים לתעשייה ע"י אספקת שירותים ומוצרים לתעשייה התהליכית ובכלל זה למתקני התפלה ואיכות הסביבה.
- החברה רואה בתחום צנרת פלסטיק ללחצים נמוכים כמנוע צמיחה מרכזי של החברה בארץ ובחו"ל. החברה שואפת להחדיר את צינורות הפלדקס כמוצר מוביל בישראל בכל הנוגע להנחת תשתיות להולכת מים וביוב על בסיס גרזיטציה וכן להרחיב את שיתופי הפעולה תוך מגמה לאפשר את ייצורו ושיווקו באירופה.
- החברה מתכננת הרחבת פעילות בתחום נוסף (הפעילות הממוזגת) מתן שירותים - לתאגידי המים של רשויות מקומיות ולרשויות המקומיות בתחום של תחזוקה של קווי צנרת מים וביוב, לרבות הקמה, החלפה ושדרוג, כאשר קיימת סינרגיה בין התחום הנוסף לבין תחומי הפעילות הקיימים של החברה.

## **הנחות לתחזית:**

חשוב לציין, כי הביקושים למוצרי מתכת בישראל צפויים לגדול בשנים הקרובות נוכח הרצון של

הממשלה להגדיל את התחלות הבנייה בענף הנדל"ן למגורים, וכמו כן ראוי לציין את בניית הרכבת

הקלה בת"א כפרויקט מרכזי שידרוש כמויות גדולות של מוצרי מתכת.

### 3. ניתוח דוחות כספיים

#### 3.1. דוח רווח והפסד ומאזן בשנים 2014 – 2016 באחוזים:

| 2014   | 2015   | 2016   | דוחות רווח ו/או הפסד לתקופה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר, |
|--------|--------|--------|--|
| 100.0% | 100.0% | 100.0% | סה"כ מחזור מכירות                                    |
| 83.7%  | 84.2%  | 85.4%  | סה"כ עלות המכירות                                    |
| 16.3%  | 15.8%  | 14.6%  | <b>רווח גולמי</b>                                    |
| 11.3%  | 12.5%  | 11.9%  | סה"כ הוצאות תפעול אחרות                              |
| 5.0%   | 3.2%   | 2.8%   | <b>רווח תפעולי</b>                                   |
| 3.0%   | 4.6%   | 3.3%   | הוצאות מימון   |
| 2.0%   | -1.4%  | -0.5%  | <b>רווח נטו לפני הכנסות אחרות</b>                    |
| -0.7%  | 0.1%   | -4.1%  | סה"כ הכנסות אחרות                                    |
| 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | חלקה בכלולות   |
| -0.7%  | 0.1%   | -4.1%  | סה"כ הכנסות מיוחדות ואחרות לפני מס                   |
| 1.3%   | -1.3%  | -4.6%  | <b>רווח לפני מס</b>                                  |
| -3.6%  | -6.3%  | 0.2%   | מיסים  |
| 4.9%   | 5.0%   | -4.8%  | <b>רווח נקי</b>                                      |

## נכסים

| 2014          | 2015          | 2016          | מאזן ל 31 בדצמבר,    |
|---------------|---------------|---------------|----------------------|
| 4.5%          | 5.0%          | 5.4%          | מזומנים              |
| 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | בטוחות סחירות        |
| 4.5%          | 5.0%          | 5.4%          | מזומנים ובטוחות      |
| 0.0%          | 0.2%          | 0.4%          | סחירות               |
| <b>4.5%</b>   | <b>5.2%</b>   | <b>5.8%</b>   | הלוואות לזמן קצר     |
| 43.7%         | 40.7%         | 47.3%         | <b>נזילות</b>        |
| 3.1%          | 2.5%          | 1.5%          | לקוחות               |
| <b>46.7%</b>  | <b>43.3%</b>  | <b>48.8%</b>  | חייבים               |
| 9.7%          | 4.0%          | 3.4%          | <b>חייבים נטו</b>    |
| 11.0%         | 6.0%          | 3.9%          | מלאי תוצרת ותהליך    |
| <b>20.7%</b>  | <b>10.0%</b>  | <b>7.2%</b>   | מלאי ח"ג + אחר       |
| <b>0.0%</b>   | <b>0.6%</b>   | <b>0.7%</b>   | <b>מלאי</b>          |
| <b>71.9%</b>  | <b>59.1%</b>  | <b>62.5%</b>  | <b>רכוש שוטף אחר</b> |
| 19.3%         | 13.2%         | 13.2%         | <b>רכוש שוטף</b>     |
| 0.0%          | 0.9%          | 1.0%          | ציד נטו              |
| 1.2%          | 0.4%          | 0.2%          | קרקע ומבנים נטו      |
| <b>20.4%</b>  | <b>14.4%</b>  | <b>14.4%</b>  | רכוש קבוע אחר        |
| 0.0%          | 0.0%          | 1.2%          | <b>רכוש קבוע</b>     |
| 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | השקעות בבנות         |
| 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | ומסונפות             |
| 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | השקעות בבטוחות       |
| 0.0%          | 0.0%          | 0.3%          | השקעות במקרקעין      |
| <b>2.0%</b>   | <b>0.5%</b>   | <b>1.6%</b>   | השקעות אחרות         |
| <b>5.7%</b>   | <b>26.1%</b>  | <b>21.5%</b>  | <b>השקעות</b>        |
| <b>28.1%</b>  | <b>40.9%</b>  | <b>37.5%</b>  | <b>נכסים אחרים</b>   |
| <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>100.0%</b> | <b>סה"כ השקעות</b>   |
|               |               |               | <b>נכסים</b>         |



## התחייבויות והון עצמי

| 2014        | 2015        | 2016        | מאזן ליום ה- 31 בדצמבר,           |
|-------------|-------------|-------------|-----------------------------------|
| 18%         | 8%          | 7%          | אשראי מבנקים                      |
| 5%          | 3%          | 3%          | חלויות שוטפות                     |
| <b>22%</b>  | <b>11%</b>  | <b>10%</b>  | <b>בנקים וחלויות שוטפות</b>       |
| 34%         | 18%         | 25%         | ספקים                             |
| 5%          | 4%          | 3%          | זכאים                             |
| 39%         | 22%         | 28%         | סה"כ זכאים                        |
| 0%          | 0%          | 0%          | התחייבות שוטפת אחרת               |
| <b>78%</b>  | <b>43%</b>  | <b>56%</b>  | <b>סה"כ זכאים</b>                 |
| <b>61%</b>  | <b>33%</b>  | <b>38%</b>  | <b>התחייבויות שוטפות</b>          |
| 0%          | 0%          | 0%          | אגרות חוב להמרה                   |
| 16%         | 29%         | 28%         | אגרות חוב                         |
| 3%          | 4%          | 3%          | הלוואות לז"א                      |
| <b>19%</b>  | <b>33%</b>  | <b>30%</b>  | <b>אשראי לזמן ארוך</b>            |
| 0%          | 0%          | 0%          | עתודה למיסים                      |
| 0%          | 0%          | 0%          | עתודה ליחסי עובד מעביד            |
| 0%          | 0%          | 0%          | עתודות אחרות                      |
| <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>סה"כ עתודות</b>                |
| <b>2%</b>   | <b>1%</b>   | <b>1%</b>   | <b>התחייבויות אחרות לזמן ארוך</b> |
| <b>21%</b>  | <b>34%</b>  | <b>31%</b>  | <b>סה"כ התחייבות זמן ארוך</b>     |
| <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>התחייבות אחרת</b>              |
| <b>83%</b>  | <b>67%</b>  | <b>69%</b>  | <b>התחייבויות ללא הון עצמי</b>    |
| 48%         | 50%         | 53%         | הון מניות                         |
| 5%          | 3%          | 3%          | קרנות הון                         |
| <b>54%</b>  | <b>53%</b>  | <b>56%</b>  | <b>הון מניות וקרנות</b>           |
| <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>פרמיות</b>                     |
| <b>-39%</b> | <b>-19%</b> | <b>-24%</b> | <b>עודפים</b>                     |
| <b>2%</b>   | <b>-1%</b>  | <b>-1%</b>  | <b>הון אחר</b>                    |
| <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>0%</b>   | <b>זכויות מיעוט</b>               |
| <b>17%</b>  | <b>33%</b>  | <b>31%</b>  | <b>הון עצמי</b>                   |
| <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>סה"כ מאזן</b>                  |

### 3.2. ניתוח דוח תזרימי מזומנים

#### תזרים מפעילות שוטפת

| 2012   | 2013    | 2014    | 2015     | 2016    | תזרים מזומנים לתקופה שהסתיימה ביום ה- 31 בדצמבר, |
|--------|---------|---------|----------|---------|--|
| 78     | 6,231   | 6,703   | 8,184    | (9,418) | רווח נקי   |
| 4,372  | 4,263   | 4,515   | 7,228    | 11,145  | פחת  |
| 7,344  | 596     | 150     | (5,522)  | 13,319  | אחרות שאינן כרוכות                               |
| 11,716 | 4,859   | 4,665   | 1,706    | 24,464  | סה"כ הכנסות שאינן כרוכות בזרימה                  |
| 6,844  | (3,439) | (8,462) | (27,627) | (7,607) | עליה בלקוחות                                     |
| 41     | 8,845   | (5,572) | 4,433    | 7,488   | עליה במלאי                                       |
| 1,973  | (2,852) | 14,696  | (9,340)  | 12,439  | עליה בספקים                                      |
| (564)  | 183     | 1,284   | (346)    | (1,222) | עליה בזכאים                                      |
| 8,294  | 2,737   | 1,946   | (32,880) | 11,098  | סה"כ שינויים בהון החוזר                          |
| 137    | (159)   | 0       | 0        | 0       | התאמות אחר                                       |
| 20,147 | 7,437   | 6,611   | (31,174) | 35,562  | סה"כ התאמות נדרשות לתזרים                        |
| 20,225 | 13,668  | 13,314  | (22,990) | 26,144  | סה"כ תזרים מזומנים מפעילות שוטפת                 |

- ניתן לראות גידול ברווח הנקי בין השנים 2012 – 2015, לעומת זאת קיטון בהתאמה בתזרים מזומנים מפעילות שוטפת באותן השנים. הקיטון נובע משינויים בהון החוזר. בשנת 2012 החברה לא רק שלא השקיעה בהון חוזר, אלא נוספו 8,294 אש"ח לתזרים בשל השינויים. בין השנים 2013 – 2014 ההון החוזר נשאר חיובי אך נמוך יחסית ל-2012. בשנת 2015 היה כבר שלילי, דבר שהביא גם את סך התזרים מפעילות שוטפת לשלילי גם כן. התזרים בשנת 2015 נבע מגידול במכירות שמומן ע"י אשראי גדול ללקוחות ביחס בתקופות אחרות כפי שניתן לראות ביחס ימי אשראי ללקוחות:

| 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | מדדי יעילות תפעולית   |
|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------------|
| 56,182  | 50,415  | 53,291  | 59,332  | 96,312  | יתרת לקוחות תחילת שנה |
| 50,415  | 53,291  | 59,332  | 96,312  | 105,746 | יתרת לקוחות סוף שנה   |
| 53,299  | 51,853  | 56,312  | 77,822  | 101,029 | יתרת לקוחות ממוצעת    |
| 143     | 145     | 150     | 173     | 188     | ימי אשראי לקוחות      |
| 136,062 | 130,482 | 136,574 | 164,159 | 196,180 | מכירות                |

הגידול במכירות הינו חיובי לחברה, מצד שני השינוי בהון החוזר מגלם את כל העלייה במכירות. להערכתנו השינוי בגידול של ההון החוזר בשנת 2015 הוא חד פעמי. בנוסף ממוצע השינויים בהון החוזר משנת 1993 ועד היום הוא 23. בשנת 2016 החברה הצליחה לקבל תזרים של 11,098 במקום להשקיע בהון חוזר בדומה לשנים 2012-2014 למרות העלייה במכירות.

- ההתאמות האחרות שאינן כרוכות בזרימה בשנת 2016 גבוהות משמעותית משנים קודמות בעיקר בשל הפרשה לירידת ערך של 7,250 אלפי ש"ח שנזקפה כולה למוניטין אשר סווגה לסעיף הוצאות אחרות בדוח רווח והפסד. ירידת הערך נובעת בעיקר מקיטון צפוי בהיקפי הפעילות ושיעורי הרווחיות בעתיד. אנו נדון בהפחת הערך בהמשך.

## תזרים מפעילות השקעה

| 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | תזרים מזומנים לתקופה שהסתיימה ביום<br>ה- 31 בדצמבר, |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---|
| 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | קניית בטוחות סחירות                                 |
| 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | מכירת בטוחות סחירות                                 |
| <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>השקעה נטו בבטוחות סחירות</b>                     |
| 0              | 0              | 0              | 0              | (283)          | מתן הלוואות לזמן קצר                                |
| 0              | 0              | 0              | 112            | 0              | גביית הלוואות לזמן קצר                              |
| <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>112</b>     | <b>(283)</b>   | <b>השקעה נטו בהלוואות לזמן קצר</b>                  |
| 0              | 0              | 0              | 0              | (286)          | מתן הלוואות לזמן ארוך                               |
| 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | גביית הלוואות לזמן ארוך                             |
| <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>(286)</b>   | <b>השקעה נטו בהלוואות לזמן ארוך</b>                 |
| <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>112</b>     | <b>(569)</b>   | <b>סה"כ השקעה בניירות ערך והלוואות</b>              |
| (1,154)        | (2,379)        | (6,425)        | (5,377)        | (5,501)        | רכישת רכוש קבוע                                     |
| 172            | 195            | 7              | 10             | 447            | מימוש רכוש קבוע                                     |
| <b>(982)</b>   | <b>(2,184)</b> | <b>(6,418)</b> | <b>(5,367)</b> | <b>(5,054)</b> | <b>השקעה ברכוש קבוע נטו</b>                         |
| 0              | 0              | 0              | (4,347)        | 0              | רכישת חברות בנות                                    |
| 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | מימוש חברות בנות                                    |
| <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>(4,347)</b> | <b>0</b>       | <b>השקעה בבנות ומאחזות</b>                          |
|                |                |                |                | (5,054)        | <b>סה"כ השקעה בחברות וברכוש קבוע</b>                |
| <b>(125)</b>   | <b>0</b>       | <b>(8)</b>     | <b>0</b>       | <b>0</b>       | <b>תזרים מהשקעה אחר</b>                             |
| <b>(1,107)</b> | <b>(2,184)</b> | <b>(6,426)</b> | <b>(9,602)</b> | <b>(5,623)</b> | <b>סה"כ תזרים מזומנים מפעילות השקעה</b>             |

- בשנת 2015 החברה השקיעה 4,347 אלפי ₪ ברכישת חברות בנות. ההוצאה הינה חד פעמית ומשויכת לרכישת חברת בי.או.טי בנייה וניהול בע"מ העוסקת במתן שירותי שאיבה, הקמת מתקני טיפול במים טיפול בבוץ וטיהור קרקע והקמת מתקני אשפה ומחזור, והסכם התקשרות עם מגנזי תשתיות בע"מ.
- סה"כ תזרים מזומנים מפעילות השקעה ממוצע משנת 1993 ועד 2016 הינו **(5,044)**
- רוב ההשקעות הן בעבור רכישת ותחזוקה של מכונות וציוד.

## תזרים מפעילות מימון

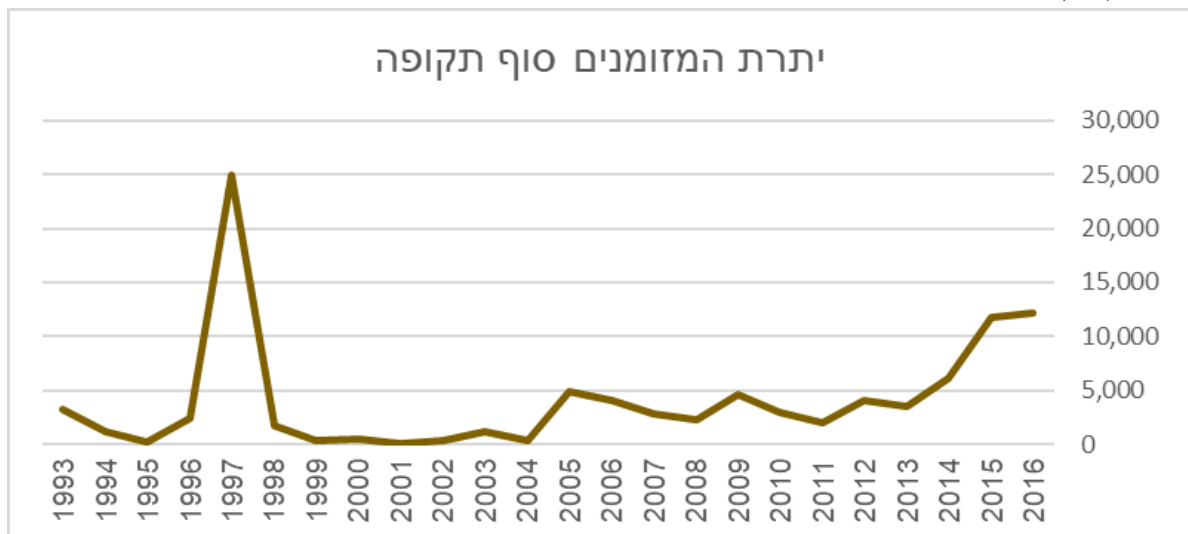
| 2012     | 2013     | 2014    | 2015     | 2016     | תזרים מזומנים לתקופה שהסתיימה ביום ה- 31 בדצמבר, |
|----------|----------|---------|----------|----------|--|
| 0        | 0        | 0       | 0        | 0        | <b>דיבידנד שחולק</b>                             |
| 1,000    | 13,921   | 5,496   | 77,333   | 0        | הנפקת אג"ח                                       |
| (5,192)  | (5,264)  | (7,218) | (30,828) | (7,800)  | פדיון אג"ח                                       |
| (4,192)  | 8,657    | (1,722) | 46,505   | (7,800)  | <b>הנפקת הון ואג"ח נטו</b>                       |
| -        | -        | 4,900   | 7,900    | 0        | נטילת אשראי לזמן קצר                             |
| (3,580)  | (12,860) | (3,793) | (6,471)  | (3,996)  | פדיון אשראי לזמן קצר                             |
| (3,580)  | (12,860) | 1,107   | 1,429    | (3,996)  | <b>סה"כ אשראי לזמן קצר נטו</b>                   |
| 93       | 1,000    | 1,800   | 0        | 0        | נטילת אשראי לזמן ארוך                            |
| (3,294)  | (3,704)  | (1,374) | (6,243)  | (3,284)  | פדיון אשראי לזמן ארוך                            |
| (3,201)  | (2,704)  | 426     | (6,243)  | (3,284)  | <b>סה"כ אשראי לזמן ארוך נטו</b>                  |
| (6,781)  | (15,564) | 1,533   | (4,814)  | (7,280)  | <b>מימון ממקורות זרים מתאגידים בנקאים</b>        |
| (6,056)  | (5,167)  | (4,044) | (3,422)  | (5,110)  | <b>תזרים ממימון אחר</b>                          |
| (17,029) | (12,074) | (4,233) | 38,269   | (20,190) | <b>סה"כ תזרים מזומנים מפעילות מימון</b>          |
| 0        | 0        | 0       | 0        | 0        | <b>תזרים אחר</b>                                 |
| 2,089    | (590)    | 2,655   | 5,677    | 331      | <b>שינוי ביתרת מזומן</b>                         |
| 1,938    | 4,027    | 3,437   | 6,092    | 11,769   | <b>יתרת המזומנים תחילת שנה</b>                   |
| 4,027    | 3,437    | 6,092   | 11,769   | 12,100   | <b>יתרת המזומנים סוף תקופה</b>                   |

- החברה לא חילקה דיבידנדים בשנים האחרונות, וגם אינה צפויה לחלק בשל ההפסדים הצבורים שלה בשנתיים האחרונות.
- החברה גייסה הון באמצעות הנפקת אג"ח בשנת 2015.

## לסיכום

החברה מצליחה להגדיל את יתרת המזומנים שלה במשך שנים. יתרת המזומנים להערכתנו אינה גבוהה מידי ומאפשרת לחברה כרית ביטחון מפני צורך בהשקעת מזומן בהון חוזר או בפירעון חובות. אנו לא צופים כי לחברה תהיה בעיה תזרימית.

להלן גרף המתאר את גידול ביתרת המזומנים של החברה :



### 3.3. ניתוח מדדים פיננסיים

#### מדדי נזילות מיידית ועילות תפעולית

מטרת מדדי הנזילות הינה לבדוק האם הפירמה יכולה לפרוע את התחייבויותיה בטווח הקצר.  
להלן נתוני מדדי הנזילות של חברת אברות:

| 2012       | 2013        | 2014        | 2015        | 2016        | TTM-<br>2017 | מדדי נזילות מיידית ויחסי<br>אשראי |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------------------------------|
| 87,374     | 81,388      | 97,693      | 139,760     | 139,868     | 139,157      | נכסים שוטפים                      |
| 89,469     | 69,066      | 83,215      | 77,853      | 85,087      | 93,241       | התחייבויות שוטפות                 |
| <b>98%</b> | <b>118%</b> | <b>117%</b> | <b>180%</b> | <b>164%</b> | <b>149%</b>  | <b>יחס שוטף</b>                   |
| 87,374     | 81,388      | 97,693      | 139,760     | 139,868     | 139,157      | נכסים שוטפים                      |
| 31,378     | 22,533      | 28,105      | 23,672      | 16,184      | 23,554       | מלאי                              |
| 89,469     | 69,066      | 83,215      | 77,853      | 85,087      | 93,241       | התחייבויות שוטפות                 |
| <b>63%</b> | <b>85%</b>  | <b>84%</b>  | <b>149%</b> | <b>145%</b> | <b>124%</b>  | <b>יחס מהיר</b>                   |
| 4,027      | 3,437       | 6,092       | 11,769      | 12,100      | 12,247       | מזומנים ובטוחות סחירות            |
| 89,469     | 69,066      | 83,215      | 77,853      | 85,087      | 93,241       | התחייבויות שוטפות                 |
| <b>5%</b>  | <b>5%</b>   | <b>7%</b>   | <b>15%</b>  | <b>14%</b>  | <b>13%</b>   | <b>יחס נזילות מידי</b>            |
| 56,182     | 50,415      | 53,291      | 59,332      | 96,312      | 105,746      | יתרת לקוחות תחילת שנה             |
| 50,415     | 53,291      | 59,332      | 96,312      | 105,746     | 97,589       | יתרת לקוחות סוף שנה               |
| 53,299     | 51,853      | 56,312      | 77,822      | 101,029     | 101,668      | יתרת לקוחות ממוצעת                |
| 136,062    | 130,482     | 136,574     | 164,159     | 196,180     | 185,558      | מכירות                            |
| <b>143</b> | <b>145</b>  | <b>150</b>  | <b>173</b>  | <b>188</b>  | <b>200</b>   | <b>ימי אשראי לקוחות</b>           |
| 31,419     | 31,378      | 22,533      | 28,105      | 23,672      | 16,184       | יתרת מלאי תחילת שנה               |
| 31,378     | 22,533      | 28,105      | 23,672      | 16,184      | 23,554       | יתרת מלאי סוף שנה                 |
| 31,399     | 26,956      | 25,319      | 25,889      | 19,928      | 19,869       | יתרת מלאי ממוצעת                  |
| 113,793    | 109,367     | 114,332     | 138,250     | 167,482     | 166,397      | עלות המכר                         |
| <b>101</b> | <b>90</b>   | <b>81</b>   | <b>68</b>   | <b>43</b>   | <b>44</b>    | <b>ימי מלאי</b>                   |
| 31,859     | 34,418      | 31,566      | 46,793      | 42,587      | 55,126       | יתרת ספקים תחילת שנה              |
| 34,418     | 31,566      | 46,793      | 42,587      | 55,126      | 55,348       | יתרת ספקים סוף שנה                |
| 33,139     | 32,992      | 39,180      | 44,690      | 48,857      | 55,237       | יתרת ספקים ממוצעת                 |
| 113,793    | 109,367     | 114,332     | 138,250     | 167,482     | 166,397      | עלות המכר                         |
| <b>106</b> | <b>110</b>  | <b>125</b>  | <b>118</b>  | <b>106</b>  | <b>121</b>   | <b>ימי ספקים</b>                  |
| 143        | 145         | 150         | 173         | 188         | 200          | ימי אשראי לקוחות                  |
| 101        | 90          | 81          | 68          | 43          | 44           | ימי מלאי                          |
| 106        | 110         | 125         | 118         | 106         | 121          | ימי ספקים                         |
| <b>137</b> | <b>125</b>  | <b>106</b>  | <b>123</b>  | <b>125</b>  | <b>122</b>   | <b>ימי אשראי נטו</b>              |

מניתוח של היחס השותף והיחס המהיר ניתן להסיק כי לחברה אין בעיה של פירעון החובות בטווח הקצר. לאברות יש יכולת גבוהה לפירעון החובות השוטפים שלה לאורך השנים ובארבעת הרבעונים האחרונים לפי היחס השוטף והיחס המהיר (יחס שוטף של 1.49 ויחס מהיר של 1.24). לעומת זאת יחס הנזילות המידי הינו נמוך מאוד ועשוי להוות בעיה במיוחד כשמדובר בחברה פרויקטלית. מרבית הנכסים השותפים מקורם בסעיף הלקוחות כפי שניתן לראות במאזנים האחרונים של החברה.

| 2012          | 2013          | 2014          | 2015           | 2016           | מאזן ליום ה- 31 בדצמבר,                |
|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|--|
| 4,027         | 3,437         | 6,092         | 11,769         | 12,100         | מזומנים                                |
| 0             | 0             | 0             | 0              | 0              | בטוחות סחירות                          |
| 4,027         | 3,437         | 6,092         | 11,769         | 12,100         | מזומנים ובטוחות סחירות                 |
| 0             | 0             | 0             | 538            | 821            | הלוואות לזמן קצר                       |
| <b>4,027</b>  | <b>3,437</b>  | <b>6,092</b>  | <b>12,307</b>  | <b>12,921</b>  | <b>מזומנים, בטוחות סחירות והלוואות</b> |
| 50,415        | 53,291        | 59,332        | 96,312         | 105,746        | לקוחות                                 |
| 1,497         | 2,127         | 4,164         | 6,029          | 3,459          | חייבים                                 |
| <b>51,912</b> | <b>55,418</b> | <b>63,496</b> | <b>102,341</b> | <b>109,205</b> | <b>חייבים נטו</b>                      |
|               | 11,643        | 13,163        | 9,581          | 7,510          | מלאי תוצרת ותהליך                      |
|               | 10,890        | 14,942        | 14,091         | 8,674          | מלאי ח"ג + אחר                         |
| <b>31,378</b> | <b>22,533</b> | <b>28,105</b> | <b>23,672</b>  | <b>16,184</b>  | <b>מלאי</b>                            |
| <b>57</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>1,439</b>   | <b>1,558</b>   | <b>רכוש שוטף אחר</b>                   |
| <b>87,374</b> | <b>81,388</b> | <b>97,693</b> | <b>139,760</b> | <b>139,868</b> | <b>רכוש שוטף</b>                       |

למרות היחס הנזילות המידי הנמוך, החברה מבצעת התאמה בין האשראי של הספקים ללקוחות על מנת להצליח לפרוע את חובותיה בזמן. יחס המזומן מסך הרכוש השותף נמוך יחסית אך הוא במגמת עליה.

ימי האשראי נטו הממוצעים של החברה בין השנים 2012-2016 הם 123. ניתן לראות גידול בימי הלקוחות וקיטון בימי המלאי. להערכתנו השינוי נוצר כתוצאה מהגידול בתחומי הפעילות של מכירת צינורות פלסטיק ופעילות קבלנית של תשתיות מים וביוב על חשבון ציפוי ועטיפת צינורות מתכת.

האסטרטגיה העסקית של החברה היא לבצע התאמה בין ימי האשראי ללקוחות לימי האשראי לספקים ולהחזיק מלאי מראש של 3 חודשים על מנת לאפשר אספקה מידית של צינורות. אחזקה מראש של המלאי צפויה לקטון במידה ויהיה גידול בתחומי הפעילות של פעילות קבלנית של תשתיות מים וביוב וייצור ושיווק צינורות פלסטיק.

## יחסי תזרים מזומנים

יחסי תזרים מזומנים מודדים את הרווחיות של החברה ביחס למכירות, לשווי הנכסים או להון של החברה. בניגוד לניתוח של רווח נקי שהינו חשבונאי, יחסי תזרים הינם התזרימים-כלכליים. ביחסים אלו משווים את תזרים המזומנים מהפעילות שוטפת או EBITDA (רווח תפעולי לפני ריבית, מיסים, פחת והפחתות) ביחס למכירות, לסך הנכסים ולהון העצמי.

| 2012    | 2013    | 2014    | 2015     | 2016    | TTM-<br>2017 | מדדי תזרים מזומנים                  |
|---------|---------|---------|----------|---------|--------------|-------------------------------------|
| 20,225  | 13,668  | 13,314  | (22,990) | 26,144  | 24,109       | תזרים מזומנים מפעילות שוטפת         |
| 136,062 | 130,482 | 136,574 | 164,159  | 196,180 | 185,558      | מכירות                              |
| 15%     | 10%     | 10%     | -14%     | 13%     | 13%          | תזרים מפעילות שוטפת ביחס להכנסות    |
| 9,084   | 7,669   | 6,801   | 5,308    | 5,419   | 5,947        | רווח תפעולי                         |
| 4,372   | 4,263   | 4,515   | 7,228    | 11,145  | 10,170       | פחת                                 |
| 13,456  | 11,932  | 11,316  | 12,536   | 16,564  | 16,117       | EBITDA                              |
| 119,541 | 111,662 | 135,884 | 236,624  | 223,797 | 220,234      | סך נכסים                            |
| 11%     | 11%     | 8%      | 5%       | 7%      | 7%           | EBITDA/סך נכסים                     |
| 20,225  | 13,668  | 13,314  | (22,990) | 26,144  | 24,109       | תזרים מזומנים מפעילות שוטפת         |
| 334     | 11,277  | 23,466  | 78,958   | 69,586  | 69,438       | הון עצמי                            |
| 6055%   | 121%    | 57%     | -29%     | 38%     | 35%          | תזרים מפעילות שוטפת ביחס להון העצמי |

תזרים המזומנים מהפעילות השוטפת ביחס להכנסות הוא 13% מנתונים הדוחות האחרונים, וגבוה מהממוצע משנת 2006 (7%). בשנת 2015 היה תזרים חריג בשל השקעות גבוהות בהון חוזר, לכן התזרים שלילי.

תזרים הפעילות השוטפת ביחס להון העצמי להערכתנו אינו מייצג באופן מהימן את הרווחיות של החברה מכיוון שיש גורמים רבים כגון הנפקת מניות, שינוי בהון החוזר והפסדים צבורים שהם נקודתיים ומשפיעים במידה רבה על השינוי בהון העצמי וכך מעוותים את היחס.

## מדדי איתנות פיננסית

מדדי איתנות פיננסית, בניגוד למדדי נזילות מתמקדים במבנה הפיננסי של החברה וביכולת הפירעון בטווח הארוך.

| 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | TTM-<br>2017 | מדדי איתנות פיננסית        |
|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|----------------------------|
| 334     | 11,277  | 23,466  | 78,958  | 69,586  | 69,438       | הון עצמי                   |
| 119,541 | 111,662 | 135,884 | 236,624 | 223,797 | 220,234      | סך נכסים                   |
| 0%      | 10%     | 17%     | 33%     | 31%     | 32%          | הון עצמי מהמאזן            |
| 119,207 | 100,385 | 112,417 | 157,666 | 154,211 | 150,796      | סך ההתחייבויות             |
| 119,541 | 111,662 | 135,884 | 236,624 | 223,797 | 220,234      | סך נכסים                   |
| 100%    | 90%     | 83%     | 67%     | 69%     | 68%          | התחייבויות מהמאזן          |
| 50,198  | 32,464  | 30,264  | 26,586  | 22,500  | 28,705       | בנקים וחלויות שוטפות       |
| 25,114  | 28,732  | 22,282  | 69,134  | 61,733  | 51,477       | אגרות חוב                  |
| 1,606   | 0       | 4,189   | 8,447   | 5,951   | 4,748        | הלוואות לז"א               |
| 3,018   | 2,587   | 2,405   | 2,004   | 1,359   | 1,211        | התחייבויות אחרות לזמן ארוך |
| 79,936  | 63,783  | 59,140  | 106,171 | 91,543  | 86,141       | הון זר פיננסי              |
| 334     | 11,277  | 23,466  | 78,958  | 69,586  | 69,438       | הון עצמי                   |
| 23933%  | 566%    | 252%    | 134%    | 132%    | 124%         | מנוף פיננסי                |
| 50,198  | 32,464  | 30,264  | 26,586  | 22,500  | 28,705       | בנקים וחלויות שוטפות       |
| 25,114  | 28,732  | 22,282  | 69,134  | 61,733  | 51,477       | אגרות חוב                  |
| 1,606   | 0       | 4,189   | 8,447   | 5,951   | 4,748        | הלוואות לז"א               |
| 3,018   | 2,587   | 2,405   | 2,004   | 1,359   | 1,211        | התחייבויות אחרות לזמן ארוך |
| 169%    | 104%    | 105%    | 33%     | 33%     | 50%          | יחס הלוואות                |

קיימת עליה משמעותית של ההון העצמי של החברה בשנת 2015 בשל גיוס הון מיזוג הפעילות של מנגזי תעשיות בע"מ. ההון העצמי ירד מ-2015 ועד לרבעון השני של שנת 2017 בשל ירידה ברווח הנקי של החברה שעיקרה נובע מירידת ערך. סך ההתחייבויות מהמאזן מהווים 68%, שיעור שאינו נמוך אך במגמת ירידה ברורה מאז שנת 2012. ההון העצמי של החברה בשנים 2012-2013 היה נמוך מאוד בשל הפסדים צבורים. יחס ההלוואות הוא 50%, ובמגמת שיפור מאז שנת 2015. לא נראה שיש לחברה בעיה לפרוע את כל חובותיה. (סך כל ההון הזר הפיננסי הינו כ-86,141 אלפי ₪, והמזומנים והבטוחות הסחירות הינם כ-12,000 אלפי ₪ ומהווים כ-14% מסך ההתחייבויות. בנוסף, החברה גייסה את החוב על מנת לרכוש את חברת פלדקס ולהגדיל את היקף פעילותה והצמיחה העתידי ולא על מנת לממן את פעילותה השוטפת.

**יחס המינוף של החברה גבוה ביחס לצינורות מזרח התיכון וביחס לענף. (היחס בין ההון הזר הפיננסי להון העצמי של חברת צינורות מזרח התיכון הוא 48% בלבד נכון לדוחות של 2016).**

הנפקת המניות בשל מיזוג הפעילות של חברת מנגזי תשתיות בע"מ לחברה בשנת 2015 הגדילה את ההון העצמי ושיפרה בצורה משמעותית את יחס המינוף ואת יכולת החברה לפירעון חובותיה בטווח הארוך.

עם זאת, קיימים סיכונים כמו ביטול הסיווג הקבלני של פעילות מים וביוב של "מנגזי תשתיות", כניסת החברה לשווקים בינ"ל חדשים והתבססותה על ההצלחה של תחום ייצור ושיווק צנרת פלסטיק בעתיד.

להערכתנו כיום לחברה יש יכולת סבירה להערכתנו לעמוד בפירעון חובותיה בטווח הארוך.



## מדדי רווחיות

מטרתם של מדדי הרווחיות הינה לבדוק את היעילות התפעולית של החברה.

| 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | 2017-TTM | מדדי רווחיות                  |
|---------|---------|---------|---------|---------|----------|-------------------------------|
| 22,269  | 21,115  | 22,242  | 25,909  | 28,698  | 28,375   | רווח גולמי                    |
| 136,062 | 130,482 | 136,574 | 164,59  | 196,180 | 185,558  | מכירות                        |
| 16.4%   | 16.2%   | 16.3%   | 15.8%   | 14.6%   | 15.3%    | %רווח גולמי                   |
| 9,084   | 7,669   | 6,801   | 5,308   | 5,419   | 5,947    | רווח תפעולי                   |
| 136,062 | 130,482 | 136,574 | 164,159 | 196,180 | 185,558  | מכירות                        |
| 6.7%    | 5.9%    | 5.0%    | 3.2%    | 2.8%    | 3.2%     | %רווח תפעולי                  |
| 79      | 6,232   | 6,703   | 8,185   | (9,418) | (9,516)  | רווח נקי                      |
| 136,062 | 130,482 | 136,574 | 164,159 | 196,180 | 185,558  | מכירות                        |
| 0.1%    | 4.8%    | 4.9%    | 5.0%    | -4.8%   | -5.1%    | %רווח נקי                     |
| 3,456   | 4,074   | 5,690   | 9,262   | 11,170  | 11,648   | הוצאות מכירה                  |
| 9,729   | 9,372   | 9,751   | 11,339  | 12,109  | 11,855   | הנהלה וכלליות                 |
| 13,185  | 13,446  | 15,441  | 20,601  | 23,279  | 23,503   | הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות   |
| 136,062 | 130,482 | 136,574 | 164,159 | 196,180 | 185,558  | מכירות                        |
| 9.7%    | 10.3%   | 11.3%   | 12.5%   | 11.9%   | 12.7%    | הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות % |
| 8,929   | 1,367   | 4,112   | 7,624   | 6,378   | 6,867    | הוצאות מימון                  |
| 136,062 | 130,482 | 136,574 | 164,159 | 196,180 | 185,558  | מכירות                        |
| 6.6%    | 1.0%    | 3.0%    | 4.6%    | 3.3%    | 3.7%     | שיעור הוצאות המימון מההכנסות  |
| 79      | 6,232   | 6,703   | 8,185   | (9,418) | (9,516)  | רווח נקי                      |
| 334     | 11,277  | 23,466  | 78,958  | 69,586  | 69,438   | הון עצמי                      |
| 23.7%   | 55.3%   | 28.6%   | 10.4%   | -13.5%  | -13.7%   | תשואה על ההון (ROE)           |
| 9,084   | 7,669   | 6,801   | 5,308   | 5,419   | 5,947    | רווח תפעולי                   |
| 119,541 | 111,662 | 135,884 | 236,624 | 223,797 | 220,234  | סך נכסים                      |
| 7.6%    | 6.9%    | 5.0%    | 2.2%    | 2.4%    | 2.7%     | תשואה על הנכסים (ROA)         |

שיעור הרווח הגולמי הממצע משנת 2012 ועד 2016 הינו 15.86%. הירידה בשנתיים האחרונות נגרמה בעיקרה מהתנודתיות של מחירי המתכות. הירידה ברווח הגולמי גרמה לירידה ברווח התפעולי.

סך הנכסים גדלו בשנת 2015 מהסיבות הבאות:

א. החברה התקשרה עם "מגנזי תשתיות" (חברה פרטית בבעלות של גבי מנגזי שהינו בעל שליטה באברות) לפיצול, מיזוג והעברת הפעילות העסקית בתחום של מתן שירות לתאגידי המים של רשויות מקומיות בתמורה ל78,893,835 מניות החברה.

ב. החברה הנפיקה אג"ח בשווי של 78 מיליון ₪.

בשל מגמת הגידול בסך הנכסים, ובמקביל ירידה ברווחיות, התשואה על ההון ועל הנכסים ירדה בשנים האחרונות.

בסוף שנת 2016 הרווח הנקי היה שלילי כתוצאה מירידת ערך בפעילות התחזוקה של תשתיות המים והביוב.

שולי הרווח הגולמי הצטמצמו והם מציגים את רמת החשיפה והסיכון של החברה לתנודתיות במחירי המתכות ומאד קשה להעריך האם התנודתיות של מחירי המתכות בתקופה הקרובה תיעצר או תימשך. לכן להערכתנו שיעורי הרווחיות בשנים 2016 ו2015 הינם נמוכים ביחס ליכולת של החברה ולתוצאות שהציגה בעבר.

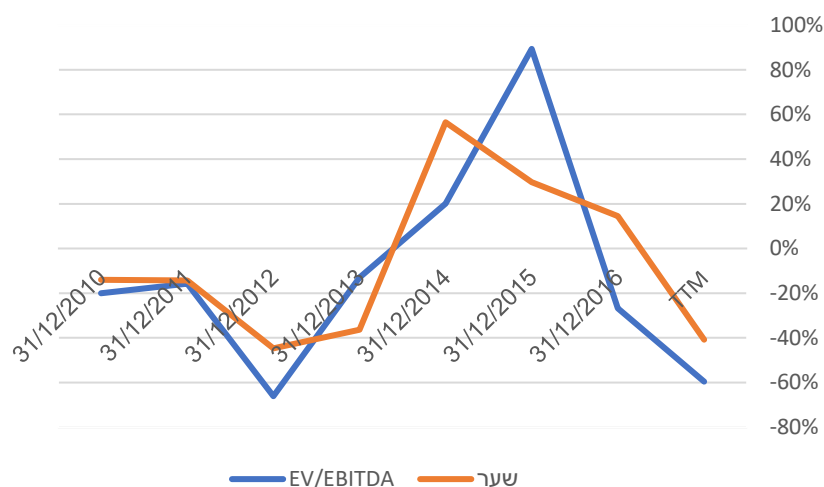
## מדדי יחסי שוק

מדדי יחסי שוק הינם מודדים את ההון העצמי, הרווחיות והמכירות של החברה ביחס לשווי שוק של החברה, מטרתם לבחון האם המחיר של החברה הוא זול או יקר ביחס לשווי שלה.

| 2012    | 2013    | 2014    | 2015     | 2016    | TTM-<br>2017 | מדדי יחסי שוק               |
|---------|---------|---------|----------|---------|--------------|-----------------------------|
| 0.00    | 0.13    | 0.09    | 0.07     | (0.06)  | (0.06)       | רווח למניה                  |
| 15,747  | 10,008  | 24,883  | 70,046   | 78,957  | 43,660       | שווי שוק היסטורי            |
| 79      | 6,232   | 6,703   | 8,185    | (9,418) | (9,516)      | רווח נקי                    |
| 199.33  | 1.61    | 3.71    | 8.56     | (8.38)  | (4.50)       | מכפיל רווח                  |
| 15,747  | 10,008  | 24,883  | 70,046   | 78,957  | 43,660       | שווי שוק היסטורי            |
| 334     | 11,277  | 23,466  | 78,958   | 69,586  | 69,438       | הון עצמי                    |
| 47.15   | 0.89    | 1.06    | 0.89     | 1.13    | 0.62         | מכפיל הון                   |
| 13,456  | 11,932  | 11,316  | 12,536   | 16,564  | 16,117       | EBITDA                      |
| 50,198  | 32,464  | 30,264  | 26,586   | 22,500  | 28,705       | בנקים וחלויות שוטפות        |
| 25,114  | 28,732  | 22,282  | 69,134   | 61,733  | 51,477       | אגרות חוב                   |
| 1,606   | 0       | 4,189   | 8,447    | 5,951   | 4,748        | הלוואות לז"א                |
| 3,018   | 2,587   | 2,405   | 2,004    | 1,359   | 1,211        | התחייבויות אחרות לזמן ארוך  |
| 15,747  | 10,008  | 24,883  | 70,046   | 78,957  | 43,660       | שווי שוק                    |
| 95,683  | 73,791  | 84,023  | 176,217  | 170,500 | 86,141       | EV                          |
| 7.11    | 6.18    | 7.43    | 14.06    | 10.29   | 5.34         | EV/EBITDA                   |
| 14%     | 16%     | 13%     | 7%       | 10%     | 19%          | EBITDA/EV                   |
| 20,225  | 13,668  | 13,314  | (22,990) | 26,144  | 24,109       | תזרים מזומנים מפעילות שוטפת |
| 21%     | 19%     | 16%     | -13%     | 15%     | 28%          | ROIC CF/EV                  |
| 20,225  | 13,668  | 13,314  | (22,990) | 26,144  | 24,109       | תזרים מזומנים מפעילות שוטפת |
| (1,154) | (2,379) | (6,425) | (5,377)  | (5,501) | (4,143)      | רכישת רכוש קבוע             |
| 19,071  | 11,289  | 6,889   | (28,367) | 20,643  | 19,966       | FCF                         |

- הרווח הנקי בשנת 2016 שלילי בעקבות הפרשה לירידת ערך והפסדים. מכפיל הרווח של החברה ומכפיל ההון אינו מהימן בשל השינויים הגדולים שעברו על החברה בשנים האחרונות מבחינת תחומי הפעילות, הנפקת ההון העצמי וחוסר הוודאות כתוצאה מביטול הסיווג הקבלני.
- כיוון שחלה ירידה בשווי השוק התשוואות על ההון המושקע (ROIC ו EBIDA/EV) עלו, והיחס של ה EV/EBITDA ירד גם כן. החברה זולה יותר מבעבר ובעלת תשואה גבוהה יותר על ההון.

## יחס השינוי בשער מול EV/EBITDA



EV/EBITDA כולל את שווי השוק של המניה (שמגלם ב-100% את השינוי בשער) ועוד החובות התזרימים שלה פחות המזומנים, וכל זה חלקי ה-EBITDA.

מטרת הגרף הנ"ל הינה להראות את השינוי של ביחס EV/EBITDA בנטרול שווי שהשוק. אנו רואים כי מסוף שנת 2016 ועד היום הירידה בשער המנייה היא של 41%, אולם ירידת היחס היא 60%. יחס ה-EBITDA ללא השינוי בשער המנייה ירד ב-19%. ירידה ביחס של EV/EBITDA בנטרול שווי השוק היא חיובית ומגלמת התחזקות פיננסית של החברה.

למרות ירידת שער המניה ב-41%, החברה הצליחה להציג תוצאות פיננסיות טובות יותר מהדוח השנתי האחרון. החובות קטנו, המזומנים עלו וה-EBITDA גדלה.

| 31/12/2010 | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | TTM  | EV/EBITDA |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------|-----------|
| 24.90      | 20.98      | 7.11       | 6.18       | 7.43       | 14.06      | 10.29      | 4.17 | EV/EBITDA |
| 67.8400    | 58.1500    | 32.1700    | 20.4500    | 32.0000    | 41.5000    | 47.5000    | 28.1 | שער       |
| 31/12/2010 | 31/12/2011 | 31/12/2012 | 31/12/2013 | 31/12/2014 | 31/12/2015 | 31/12/2016 | TTM  | EV/EBITDA |
| -20%       | -16%       | -66%       | -13%       | 20%        | 89%        | -27%       | -60% | EV/EBITDA |
| -14%       | -14%       | -45%       | -36%       | 56%        | 30%        | 14%        | -41% | שער       |

אנו מעריכים שההפרשים נובעים מהציפיות העתידיות של המשקיעים לגבי החברה והסיכונים הגלומים בהשקעה.

### 3.4. מדד אלטמן

מדד אלטמן הינו מדד המודד את החוסן הכלכלי של חברות במטרה לנבא פשיטת רגל.  
הנוסחה הינה:  $Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + X_5$

המשתנים הינם:

- $X_1$  - הון חוזר/כלל הנכסים
- $X_2$  - יתרת רווח שלא יועדה/סך הנכסים
- $X_3$  - רווח לפני הוצאות ריבית ומס/כלל הנכסים
- $X_4$  - שווי שוק/שווי התחייבויות בספרים
- $X_5$  - מכירות/סך הנכסים

להלן חישוב של מדד אלטמן עבור חברת אברות:

| 2012    | 2013    | 2014    | 2015    | 2016    | מדד אלטמן                                     |
|---------|---------|---------|---------|---------|---|
| 136,062 | 130,482 | 136,574 | 164,159 | 196,180 | סה"כ מחזור מכירות                             |
| 119541  | 111662  | 135884  | 236624  | 223797  | נכסים   |
| 119207  | 100385  | 112417  | 157666  | 154211  | התחייבויות                                    |
| -65300  | -59127  | -52540  | -44356  | -53774  | עודפים  |
| 15747   | 10008   | 24883   | 70046   | 78957   | שווי שוק היסטורי                              |
| 6844    | -3439   | -8462   | -27627  | -7607   | עליה בלקוחות                                  |
| 41      | 8845    | -5572   | 4433    | 7488    | עליה במלאי                                    |
| 1973    | -2852   | 14696   | -9340   | 12439   | עליה בספקים                                   |
| -564    | 183     | 1284    | -346    | -1222   | עליה בזכאים                                   |
| 8294    | 2737    | 1946    | -32880  | 11098   | הון חוזר                                      |
| 9007    | 7598    | 5836    | 5413    | -2606   | רווח תפעולי                                   |
| -76     | -70     | -965    | 106     | -8025   | הכנסות אחר                                    |
| 9083    | 7668    | 6801    | 5307    | 5419    | רווח תפעולי ללא שינויים חד פעמיים             |
| 0.07    | 0.02    | 0.01    | -0.14   | 0.05    | $X_1$ - הון חוזר/כלל הנכסים                   |
| -0.55   | -0.53   | -0.39   | -0.19   | -0.24   | $X_2$ - יתרת רווח שלא יועדה/סך הנכסים         |
| 0.08    | 0.07    | 0.05    | 0.02    | 0.02    | $X_3$ - רווח לפני הוצאות ריבית ומס/כלל הנכסים |
| 0.13    | 0.10    | 0.22    | 0.44    | 0.51    | $X_4$ - שווי שוק/שווי התחייבויות בספרים       |
| 1.14    | 1.17    | 1.01    | 0.69    | 0.88    | $X_5$ - מכירות/סך הנכסים                      |
| 5.3     | 5.4     | 4.8     | 3.4     | 4.5     | $Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + X_5$ |

כאשר מתקבל ערך  $Z$  הגדול מ-2.99 החברה נמצאת באזור ה"בטוח", אין סכנה לפשיטת רגל.

כאשר מתקבל ערך  $Z$  הקטן מ-2.99 וגדול מ-1.8 החברה נמצאת באזור "אפור", ואין לדעת האם תפשוט רגל או לא.

כאשר מתקבל ערך  $Z$  הקטן מ-1.8 החברה נמצאת באזור מצוקה, ויש חשש כי תפשוט רגל.

**אנו רואים כי אברות נמצאת באזור הבטוח בכל אחת מהשנים הנ"ל ולפי המדד אין חשש לפשיטת רגל.**

### 3.5. דירוג האשראי

בתאריך 29/06/2017 חברת S&P מעלות מפרסמת את דירוג אג"ח בעקבות הרחבת סידרה ד' ilBBB/Stable. להלן טבלה המתארת את הדירוגים האחרונים של החברה:

| תאריך      | דירוג            |
|------------|------------------|
| 29/06/2017 | ilBBB/Stable     |
| 26/05/2016 | ilBBB/Stable     |
| 31/12/2015 | ilBBB+/Watch Neg |
| 16/06/2015 | ilBBB+ /Positive |

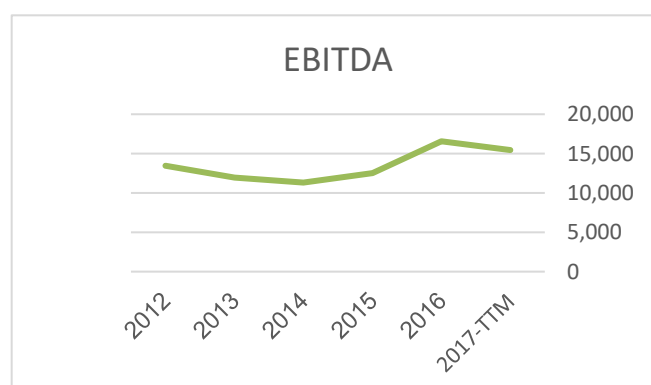
הדירוג האחרון ניתן לחברה בשל הערכה כי היא תעמוד ביחס חוב לEBITDA של פחות מפי 6 ושתשמור על מעמדה העסקי. מעלות תשקול את העלאת הדירוג במידה והיחס ישתפר ל-4.5. מצב הנזילות של החברה הוגדרה "כפחות מהולמת" בשל היחס המידי שלה (יכולת פירעון התחייבויות השוטפות שלה ביחס למזומנים ושווי ומזומנים). בנוסף צוין כי החברה אינה צפויה בתקופה הקרובה לגייס חוב נוסף או לחלק דיבידנדים עד סוף השנה.

אנו מעריכים כי יחס הנזילות המידי של החברה צפוי להשתפר במידה והיא תצליח להגדיל את ההכנסות מתחום הפעילות של שיווק וייצור צנרת פלסטיק ביחס לשאר תחומי הפעילות. להלן דיווחי החברה על יתרות החוב שלה נכון ל-30.6.2016:

| יתרת חובות נכון ל-30/06/2017 |               |                  |      |      |     |                                   |               |
|------------------------------|---------------|------------------|------|------|-----|-----------------------------------|---------------|
|                              | שקלי צמוד מדד | שקלי לא צמוד מדד | יורו | דולר | אחר | תשלומי ריבית ברוטו (ללא ניכוי מס) | סה"כ לפי שנים |
| שנה ראשונה                   | 0             | 27,859           | 0    | 0    | 0   | 4,519                             | 32,378        |
| שנה שניה                     | 0             | 11,971           | 0    | 0    | 0   | 3,093                             | 15,064        |
| שנה שלישית                   | 0             | 12,024           | 0    | 0    | 0   | 2,449                             | 14,473        |
| שנה רביעית                   | 0             | 10,950           | 0    | 0    | 0   | 1,798                             | 12,748        |
| שנה חמישית ואילך             | 0             | 20,800           | 0    | 0    | 0   | 1,794                             | 22,594        |
| סה"כ                         | 0             | 83,604           | 0    | 0    | 0   | 13,653                            | 97,257        |

שווי המזומנים והבטוחות הסחירות של החברה נכון ל-30/06/2017 הינו 12,447 אלף ₪. סך הרכוש השוטף הינו 139,157 אלף ₪ ומתוכם 95,589 אלף ₪ לקוחות. סך כל ההתחייבויות השוטפות הינם 93,241 אלף ₪. קיים הפרש של 45,916 אלף ₪ בין הרכוש השוטף להתחייבויות השוטפות. סך החובות לזמן ארוך הינם 64,879. **ההפרש של הרכוש השוטף מול ההתחייבויות השוטפות מהווה 70% מסך החובות של החברה לז"א.**

להלן פירוט של EBITDA של החברה בשנים האחרונות:



להערכתנו גם אם לא תהיה צמיחה ב-EBITDA, החברה תוכל לפרוע את כל חובותיה. בנוסף עקב כך שהיא חברה שניה בגודלה בתחומי הפעילות ללא מתחרים גדולים מלבד צינורות מזרח היכון, והלקוחות המרכזיים שלה הם מקורות וש.בר מנדלסון אשר המדיניות להן הינה לרכוש מוצרי גלם ממספר ספקים ולא רק מספק אחד, ולאור ההערכה שביקושים יגברו עקב בניית הרכבת הקלה, גידול האוכלוסייה והצורך בתחזוקה של מע' מים וביוב להערכתנו החברה מסוגלת לשמר את ההכנסות הרווחיות שלה.

האסטרטגיה העסקית של החברה לפירעון ההתחייבויות השוטפות שלה היא באמצעות תיאום בין ימי האשראי לספקים לבין ימי האשראי ללקוחות. ניתן לראות שברבעוניים האחרונים היחס בין סעיף הלקוחות לסך ההתחייבויות גבוה מ-100%. שיעור הנזילות המידי אינו הולם, אך להערכתנו לחברה יש יכולת גבוהה גם לפירעון של החובות השוטפים למרות ששיעור המזומנים ביחס לסך החובות נמוך.

| 12/15       | 03/16       | 06/16       | 09/16       | 12/16       | 03/17       | 06/17       |                                 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------------|
| 96312       | 100790      | 100055      | 105506      | 105746      | 97578       | 97589       | לקוחות                          |
| 77853       | 83433       | 81471       | 81185       | 85087       | 87894       | 93241       | התחייבויות שוטפות               |
| <b>124%</b> | <b>121%</b> | <b>123%</b> | <b>130%</b> | <b>124%</b> | <b>111%</b> | <b>105%</b> | <b>לקוחות/התחייבויות שוטפות</b> |

### 3.6. ניתוח מגזרי הפעילות

| מועד הדוח  | מדדי רווחיות   | ציפוי ועטיפת צנרת | ייצור צנרת פלסטיק | ניקוי וצביעה של מוצרי מתכת | פעילות קבלנית תשתיות מים וביוב | סה"כ   |
|------------|----------------|-------------------|-------------------|----------------------------|--------------------------------|--------|
| 31/12/2016 | הכנסות         | 76050             | 37244             | 9410                       | 73476                          | 196180 |
|            | מכלל ההכנסות % | 38.8%             | 19.0%             | 4.8%                       | 37.5%                          | 100.0% |
|            | עלות המכר      | 67912             | 25815             | 9816                       | 63939                          | 167482 |
|            | רווח גולמי     | 8138              | 11429             | -406                       | 9537                           | 28698  |
|            | רוח גולמי %    | 10.7%             | 30.7%             | -4.3%                      | 13.0%                          | 14.6%  |
|            | רווח תפעולי    | 557               | 4743              | -1349                      | 1468                           | 5419   |
|            | רווח תפעולי %  | 0.7%              | 12.7%             | -14.3%                     | 2.0%                           | 2.8%   |
| 31/12/2015 | הכנסות         | 90439             | 29751             | 12350                      | 31618                          | 164158 |
|            | מכלל ההכנסות % | 55.1%             | 18.1%             | 7.5%                       | 19.3%                          | 100.0% |
|            | עולת המכר      | 79732             | 21644             | 12261                      | 24613                          | 138250 |
|            | רווח גולמי     | 10707             | 8107              | 89                         | 7005                           | 25908  |
|            | רוח גולמי %    | 11.8%             | 27.2%             | 0.7%                       | 22.2%                          | 15.8%  |
|            | רווח תפעולי    | 1357              | 2306              | -958                       | 2602                           | 5307   |
|            | רווח תפעולי %  | 1.5%              | 7.8%              | -7.8%                      | 8.2%                           | 3.2%   |
| 31/12/2014 | הכנסות         | 92862             | 23544             | 14384                      | 5784                           | 136574 |
|            | מכלל ההכנסות % | 68.0%             | 17.2%             | 10.5%                      | 4.2%                           | 100.0% |
|            | עולת המכר      | 79705             | 17245             | 12989                      | 4393                           | 114332 |
|            | רווח גולמי     | 13157             | 6299              | 1395                       | 1391                           | 22242  |
|            | רוח גולמי %    | 14.2%             | 26.8%             | 9.7%                       | 24.0%                          | 16.3%  |
|            | רווח תפעולי    | 4072              | 2122              | 245                        | 362                            | 6801   |
|            | רווח תפעולי %  | 4.4%              | 9.0%              | 1.7%                       | 6.3%                           | 5.0%   |

- המגמה הכללית** – מגמת החברה היא של קיטון בהכנסות של תחומי הפעילות ציפוי ועטיפת צנרת ושל ניקוי וצביעה של מוצרי מתכת ביחס לסך ההכנסות של החברה. ומנגד גידול של שיעור ההכנסות מסך הפעילות של פעילות קבלנית של תשתיות מים וביוב וייצור צנרת פלסטיק. בנוסף החברה רואה את תחום הפעילות של ייצור ושווק צנרת פסטיק כמנוע הצמיחה המרכזי שלה בשל הרווחיות הגדולה, יתרונות צנרת הפלסטיק מול צנרת מבטון בתחום של אגירת מי גשמים וביוב ואישור השימוש בצנרת פלסטיק כתחליף לצנרת בטון בישראל.
- התייעלות החברה** – שיעורי הרווח הגולמי והתפעולי בשלושת הדוחות האחרונים במגמת ירידה. לעומת זאת שיעור ההכנסות מתחומי הפעילות שפחות רווחים – ציפוי ועטיפת צנרת וניקוי וצביעה של מוצרי מתכת גם כן במגמת ירידה ביחס לתחומים הרווחיים יותר. השחיקה ברווח הגולמי בעיקרה כפי שהוסברה ע"י החברה היא כתוצאה מתנודתיות גבוהה במחירי הפלדה. שחיקה זו הוביל לשחיקה ברווח התפעולי. בתחום הפעילות ייצור צנרת פלסטיק לא הורגשה השחיקה ברווחיות ואף החברה הצליחה להגדיל את מרווחי הרווח הגולמי והתפעולי. בדוחות הכספיים החברה ציינה כי היא פועלת על מנת לשפר את הרווחיות שלה באמצעות התמקדות בתחומי הפעילות הרווחים, וקיטון או הפסקת הפעילות בתחומי פעילות שלא רווחים. למרות שהרווח הגולמי והרווח התפעולי להשתפרות בדוחות הכספיים אנו רואים מגמתיות מאוד ברורה של המדיניות של החברה לפי היחס של % מכלל ההכנסות.

**להערכתנו היכולת של החברה להגדיל את שולי הרווח היא באמצעות גידול של תחום הפעילות של ייצור צנרת פלסטיק. באמצעות כך היא תוכל להקטין את הסיכון הנובע מתנודתיות המחירים של המתכות.**

- **הון חוזר** – החברה שואפת לתת אשראי ללקוחות שתואם את אשראי הספקים. המדיניות להחזקת מלאי משתנה לפי תחום הפעילות. בתחום הפעילות ציפוי ועטיפת צנרת המדיניות הינה של אחזקת מלאי מראש 45 חודשים. בתחום הפעילות של ייצור צנרת הפלסטיק המדיניות הינה לחודש אחד ופעילות קבלנית של תשתיות מים ובנייה החברה אינה נדרשת להזיק מלאי בדרך קבע. לתחום הפעילות של ציפוי ועטיפת צנרת יש השפעה מהותית על השינויים בהון החוזר בשל רכישות מראש של המלאי.
- **הגבלות רגולטוריות** – לחברה אין הגבלות רגולטוריות בתחומי הפעילות והיא עומדת בתקנים ישראליים ובינלאומיים במדינות שבהן היא פועלת.



3.7. אברות מול צינורות מזרח התיכון:

| חברה                                | תחום פעילות/שנת הדוח           | 2016    | 2015    | 2014    | 2013    | 2012    | 2011    | 2010          | שינוי YoY% |
|-------------------------------------|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|------------|
| הכנסות אברות                        | ציפוי ועטיפת צנרת פלדה         | 76,050  | 90,439  | 92,862  | 90,735  | 102,939 | 87,701  | 77,124        | -0.2%      |
|                                     | ייצור צנרת פלסטיק              | 37,244  | 29,751  | 23,544  | 26,271  | 21,560  | 21,304  | 21,869        | 10.0%      |
|                                     | ניקוי וצביעה של מוצרי מתכת     | 9,410   | 12,350  | 14,384  | 13,475  | 11,562  | 10,645  | 10,290        | -1.2%      |
|                                     | פעילות קבלנית תשתיות מים וביוב | 73,476  | 31,618  | 5,784   | -       | -       | -       | -             | 390.1%     |
|                                     | הכנסות אברות                   | 196,180 | 164,158 | 136,574 | 130,481 | 136,061 | 119,650 | 109,283       | 11.4%      |
| רווחיות אברות                       | ציפוי ועטיפת צנרת פלדה         | 557     | 1,357   | 4,072   | 5,593   | 8,340   | 3,891   | 2,310         | -10.8%     |
|                                     | ייצור צנרת פלסטיק              | 4,743   | 2,306   | 2,122   | 1,741   | 927     | -2,439  | -1,334        | 65.1%      |
|                                     | ניקוי וצביעה של מוצרי מתכת     | -1,349  | -958    | 245     | 334     | -184    | -635    | -464          | 27.2%      |
|                                     | פעילות קבלנית תשתיות מים וביוב | 1,468   | 2,602   | 362     | -       | -       | -       | -             | 101.8%     |
|                                     | רווחיות אברות                  | 5,419   | 5,307   | 6,801   | 7,668   | 9,083   | 817     | 512           | 136.9%     |
| הכנסות צמה"ת                        | ייצור ומיגון צינורות פלדה      | 130,101 | 143,698 | 175,007 | 142,741 | 222,110 | 213,997 | 188,110       | -4.4%      |
|                                     | גילון                          | 30,009  | 32,726  | 31,233  | 36,655  | 36,945  | 34,506  | 32,548        | -1.1%      |
|                                     | ייצור ושיווק צינורות פלסטיק    | 189,275 | 170,370 | 155,340 | 161,767 | 176,900 | 112,012 | -             | 11.5%      |
|                                     | סה"כ                           | 349,385 | 346,794 | 361,580 | 341,163 | 435,955 | 360,515 | 220,658       | 8.3%       |
|                                     | ייצור ומיגון צינורות פלדה      | 9,375   | 6,573   | 14,342  | -39,961 | 25,643  | 9,017   | 12,029        | -3.2%      |
| רווחיות צמה"ת                       | גילון                          | 7,731   | 1,005   | 2,534   | 2,892   | 12,721  | 2,263   | 1,089         | 87.1%      |
|                                     | ייצור ושיווק צינורות פלסטיק    | 7,979   | 5,087   | 7,860   | 13,227  | 11,589  | 1,926   | -             | 52.4%      |
|                                     | סה"כ                           | 25,085  | 12,665  | 24,736  | -23,842 | 49,953  | 13,206  | 13,118        | 13.0%      |
|                                     | הכנסות מכל מגזרי הפעילות       | 545,565 | 510,952 | 498,154 | 471,644 | 572,016 | 480,165 | 329,941       | 9.3%       |
|                                     | צמיחה YoY                      | 7%      | 3%      | 6%      | -18%    | 19%     | 46%     | צמיחה ממוצעת: | 10.3%      |
| שיעור ההכנסות של אברות מכלל הפעילות |                                | 36%     | 32%     | 27%     | 28%     | 24%     | 25%     | 33%           | 1.2%       |
| שיעור רווח תפעולי ממוצע             |                                | 5.6%    | 3.5%    | 6.3%    | -3.4%   | 10.3%   | 2.9%    | 4.1%          | 4.2%       |
| שיעור רווח תפעולי אברות             |                                | 2.8%    | 3.2%    | 5.0%    | 5.9%    | 6.7%    | 0.7%    | 0.5%          | 3.5%       |
| שיעור רווח תפעולי צמה"ת             |                                | 7.2%    | 3.7%    | 6.8%    | -7.0%   | 11.5%   | 3.7%    | 5.9%          | 4.5%       |

## סיכום הנתונים:

בדקנו את ההכנסות של אברות מול צמה"ת. בתחומי הפעילות של אברות, היא וצמה"ת הן בעלות שווי הפעילות הגדול ביותר בישראל. מלבדן פועלות חברות שהיקף המכירות שלהן קטן ואינו מהותי ביחס למגזר. מטרת הבדיקה הינה לבחון את המגמה הכללית בהכנסות וברווחיות של תחומי הפעילות, ואת אברות מול צמה"ת.

- ניתן לראות כי סך ההכנסות של כל מגזרי הפעילות נכון לדוח השנתי של 2016 הן 545,565 והן מגלמות צמיחה של 9.3% שנתית משנת 2010. **ההכנסות של אברות גדלו ב-11.4% בממוצע לכל שנה משנת 2010 לעומת גידול של 8.3% של צמה"ת.**
- הרווחיות של אברות ביחס לצמה"ת **נמוכה יותר**. שיעור הרווח התפעולי הממוצע שלה הינו 3.5% ושל צמה"ת הינו גורם משמעותי לרווחיות הנמוכה היא תנודתיות המחירים של חומרי הגלם. בנוסף לצמה"ת יש יתרון משמעותי בכך שהיא הספק היחידי של צינורות מעל 40 צול לחברת מקורות. יתרון זה מאפשר לה לשמר שולי רווח גבוהים גם כאשר יש עליה במחירי חומרי הגלם.
- בתחום הפעילות של ציפוי ועטיפת צנרת פלדה שיעור ההכנסות של שתי החברות יורדת אך של אברות פחות מצמה"ת. בנוסף ההכנסות של שתי החברות מהתחומים ייצור צנרת פלסטיק ופעילות קבלנית של תשתיות מים וביוב עולות בשיעורים ניכרים.
- שיעור ההכנסות של אברות מכלל הפעילות של שתי החברות במגמת עליה של כ-1.2% שנתי משנת 2010. להערכתנו המגמה עשויה להתחזק לאור שיעורי ירידת ההכנסות של צמה"ת בשנים האחרונות ממגזר הפעילות של ציפוי ועטיפת צנרת פלדה ביחס לאברות. בנוסף אברות מציגה גידול בהכנסות שהוא גבוה יותר מצמה"ת בתחומי הפעילות מלבד ייצור צנרת פלסטיק.
- הגידול ברווחיות של אברות נבע בעיקר מגידול בתחומי הפעילות של ייצור צנרת פלסטיק ופעילות קבלנית של מים וביוב. בנוסף החברה מגדילה בשיעורים ניכרים את השווי של תחומי הפעילות הנ"ל מכלל ההכנסות שלה בשנים האחרונות כפי שהוצג קודם לכן.

4.1. אירועים מרכזיים:

- בחודש מרץ 2007 השלימה החברה עסקה לרכישת מלוא הון המניות של פלדקס בע"מ. פלדקס עוסקת בייצור ושיווק צנרת פלסטיק מסוג פלדקס. החברה רואה בצינור פלסטיק מסוג פלדקס מנוע צמיחה משמעותי של החברה. להערכת החברה יתרונותיו של צינור פלסטיק מסוג פלדקס על פני מתחריו וההשקעה הגדולה הצפויה בתשתיות הניקוז והביוב בפרוייקטים ברחבי ישראל צפויים להגביר את הביקוש לצינור פלסטיק מסוג פלדקס.
- באוקטובר 2008 התקשרה פלדקס בהסכם במסגרתו הוקמה חברת Paladeri SpA לצורך הקמת קו נוסף של צנרת הפלדקס.
- בדצמבר 2014 התקשרו החברה ופלדקס במערכת הסכמית עם מגנזי תשתיות בע"מ, חברה פרטית בשליטתו של מר גבי מגנזי לפיצול, מיזוג והעברת הפעילות שעניינה מתן שירותים לתאגידי המים של רשויות מקומיות ולרשויות המקומיות בתחום של תחזוקה של קווי צנרת מים וביוב, לרבות הקמה, החלפה ושדרוג בתמורה להקצאת 78,893,835 מניות החברה.
- ביולי 2015 הושלמה עסקת העברת הפעילות והתקבל אישור רשם החברות על מיזוג פלדקס אל תוך החברה
- בנובמבר, 2015 השלימה החברה את העסקה לרכישת חברת בי.או.טי בנייה וניהול בע"מ. בי.או.טי עוסקת במתן שירותי אחזקה מונעת ואחזקה מונעת בתחום הביוב והניקוז, הקמת מתקני טיפול במים, טיפול בבוץ וטיהור קרקע, הקמת מתקני אשפה ומחזור, הפקת גז וייצור חשמל
- במרץ 2017 רשם הקבלנים החליט על ביטול רישומה של מגנזי תשתיות בע"מ ברשם הקבלנים. חברת אברות הסתמכה על הסיווג הקבלני של מגנזי תשתיות, והיא פעולת על מנת לקבל סיווג מתאים. נכון להיום טרם הוחלט סופית לגבי ביטול הרישום של מגנזי תשתיות. לפי החלטת בית המשפט החברת תסיים את הפרוייקטים שזכתה בהם עד למועד של החלטת הביטול ולא תהיה זכאית להשתתף במכרזים נוספים עד פתרון שיימצא בבית המשפט. החברה העריכה את הפגיעה הצפויה לה כתוצאה מביטול הסיווג בכ-7.2 מיליון ₪. נציין כי לבי.או.טי יש גם סיווג קבלני מתאים אך היקפי הפעילות שלה נמוכה בהרבה מאשר למגנזי תשתיות. החברה גם ציינה כי נכון למועד זה היא אינה יכולה להעריך את הפגיעה הצפויים בהכנסות העתידיות.

## 4.2. הנחות להערכת השווי

### שיעורי הצמיחה

#### חיזוי ההכנסות לשנת 2017

מכיוון שהחברה פרוייקטלית ומלבד צבר הזמנות אין ברשותנו מידע לגבי הפרויקטים שצפויים להניב לחברה הכנסות עד סוף השנה, אנו נשערך את ההכנסות הצפויות באמצעות נתונים סטטיסטיים לפי הביצועים הקודמים של החברה בהתחשבות בשינויים העכשוויים.

על מנת להעריך את שיעור המכירות לכל שנת 2017 בדקנו את היחס ההיסטורי בין צבר ההזמנות של הרבעון השני של שנת הדוח לבין ההכנסות בפועל בחלוקה למגזרי הפעילות. לאחר מכן עשינו ממוצע משוקלל וכפלנו את היחס שקיבלנו בכמות של צבר ההזמנות על מנת לחזות את ההכנסה הצפויה. נציין כי צבר ההזמנות הוא נכון למועד עריכת הדוחות השנתיים של השנה קלנדרית הקודמת (נכון לחודש מרץ).

| צבר הזמנות הצפוי ביחס למכירות בפועל בחציון האחרון של שנת הדוח |      |       |      |      |              |                        |                                     |
|---|------|-------|------|------|--------------|------------------------|-------------------------------------|
| מגזר פעילות/שנת הדוח  | 2013 | 2014  | 2015 | 2016 | ממוצע משוקלל | צבר הזמנות לחציון השני | הכנסה צפויה לחציון השני של שנת 2017 |
| צנרת פלדה   | 3.43 | 2.67  | 2.47 | 5.41 | 4.21         | 7,900.00               | 33,222                              |
| מוצרי הפלסטיק   | 8.37 | 8.98  | 2.20 | 3.01 | 3.94         | 3,700.00               | 14,579                              |
| ניקוי וצביעה  |      | 10.73 | 5.19 | 5.07 | 5.16         | 900.00                 | 4,643                               |
| פעילות המים   |      |       |      |      |              |                        | 29,900                              |
| סה"כ  |      |       |      |      |              |                        | 82,344                              |

בנוגע לתחום פעילות המים – אין מספיק נתונים על מנת לשערך, לכן בחנו את צבר ההזמנות של החציון הראשון ביחס לחציון השני ומצאנו כי צבר ההזמנות כמעט זהה בכמות. לכן הערכתנו שההכנסות מהחציון הראשון של שנה יהיו דומות להכנסות שהיו בחציון הראשון של השנה ובחרנו לצורך החישוב לכלול את הראשונות. כמובן שהחברה עשויה גם להגדיל את ההכנסות כפי שראינו בשנים הקודמות, עם זאת בחרנו להיות שמרניים.

#### עונתיות

המכירות של אברות מושפעות מעונתיות – גדלות בקיץ וקטנות בחורף. הרבעוניים 2 ו-3 הינם רבעוניים שמאופיינים באקלים קיצוני המטיב עם אופי הפעילות של החברה, בניגוד לרבעוניים 1 ו-4. על מנת לשערך את ההכנסות מהחציון השני של שנת 2017 החלטנו לבחון את היחס בין ההכנסות של החציון השני חלקי החציון הראשון ולראות באיזה חציון בממוצע החברה הרוויחה יותר ומה הסכום.

לפי הבדיקה בממוצע משנת 1993 ועד 2016 בממוצע ההכנסות של החציון השני היו גדולות ב-3.3% מהחציון הראשון. אם נכפיל את ההכנסות של החציון הראשון של שנת 2017 בשיעור הנ"ל נקבל את התוצאה הבאה:  $96198 = 93125 * 1.033$

#### סיכום

טווח ההכנסות להערכתנו של החברה בחציון השני של שנת 2017 נע בין 82,344 אלף ₪ ל-96,198 אלף ₪ וסך ההכנסות של 2017 מהוות קיטון של בין 3.5% - 5% מההכנסות של שנת 2016.

## חיזוי לשנתיים הבאות ולשנה הטרמינלית

בשל הקפאת הסיווג הקבלני של "מנגזי תשתיות" קיים חוסר וודאות לגבי ההכנסות העתידיות של החברה בתחום פעילות המים. על מנת להעריך באופן המשקף ביותר את הפגיעה של ביטול הסיווג הקבלני החלטנו להתבסס על חלק מהנתונים של הערכת השווי שבוצעה לחברה לצורך בדיקת ירידת ערך. להערכתנו ההכנסות והרווחיות שמצוינים בהערכת השווי קשורים באופן ישיר לפעילות החברה בתחום של פעילות קבלנית של מים וביוב **המשויכת לסיווג הקבלני**. בהערכת השווי שצורפה לדוח של 2016, חברת Fair Value העריכה ירידת ערך של כ-7.2 מיליון ₪. להלן סיכום ההערכה:

"להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, נאמד בעבודתנו שווי פעילות התחזוקה של רשתות מים וביוב ברשויות מקומיות ותאגידי מים עירוניים ליום 31 בדצמבר 2016 בכ- 32.4 מיליון שקלים חדשים. בהתאם למידע שנמסר לנו, הערך הפנקסני המיוחס לפעילות הינו כ- 39.6 מיליון שקלים חדשים, לפיכך, ולאור האמור לעיל מצאנו כי חלה פגיעה בסך של כ- 7.2 מיליון שקלים חדשים בערכו של המונוטין המיוחס לפעילות."

החברה צפויה בטווח הקצר להיפגע מביטול הסיווג אך להערכתנו בטווח הארוך יהיה לה סיווג מתאים או שהיא תוכל להתבסס על הסיווג של או.בי.טי ולהגדיל את הפעילות שלה. לכן החלטנו בהערכת השווי **להוריד 7.2 מיליון בשווי ההון העצמי על מנת לבטא את הפגיעה הצפויה ברווחיות החברה**.

לשנים 2018 ו-2019 אנו מעריכים שיעורי צמיחה של 5% ו-6% בהתאמה, למרות שממוצע הגידול בהכנסות של אברות וצמח"ת משנת 2011 ועד היום הם כ-10%. לאברות יש חלק מרכזי ומשמעותי בישראל בתחומי הפעילות שלה ולהערכתנו הביקושים למוצרי החברה גדלים. עם זאת קיים סיכון של כניסת מתחרים נוספים בתחום פעילות קבלנית בתשתיות מים וביוב וסיכון נוסף של היחלשות הביקושים לציפוי ועטיפת צנרת פלדה בשל המחירים הגבוהים וגידול בתחרות של מוצרים תחליפיים.

שיעור הצמיחה בשנה המייצגת הינו 3%. השיעור צמיחה האוכלוסייה בישראל הממוצע בשנים האחרונות הינו 1.93% וצמיחת התמ"ג הממוצעת 3.87%. אנו מאמינים כי הצמיחה הפרמננטית של החברה תנוע בין שיעורים אלו ותהיה כ-3% בשל ההשקעה בפיתוח תשתיות תוך שמירה על הקיים.

### **שיעורי הרווחיות**

ההערכה של החברה היא כי מנוע הצמיחה שלה יהיה ממגזר הפעילות של צנרת הפלסטיק בשל היתרונות על צנרת הפלדה. בנוסף אנו רואים ירידה חדה בשיעור מסך ההכנסות של ציפוי ועטיפת מתכת משיעור של 68% לשנת 2014 לשיעור של 38% לשנת 2016. נציין כי שיעורי הרווחיות והמרווחים של פעילות צנרת הפלסטיק גבוהים יותר משל ציפוי ועטיפת מתכת וטומנים ובחובן פחות סיכון בשל התנודתיות של מחירי המתכות.

מרווחי הרווחיות של אברות מושפעים בעיקר ממחירי המתכות. מעבר לכך מרבית ההוצאות הינן הוצאות קבועות. אנו מעריכים שהחשיפה של החברה לסיכון בתנודתיות מחירי המתכות תקטן עקב גידול בתחומי הפעילות האחרים מסך ההכנסות של עטיפה וציפוי מתכת של צינורות. שיעורי הצמיחה של השנים 2018 ו-2019 בשאר תחומי הפעילות הם בהתאמה 3% ו-4% ומשקפים את הערכתנו שביקושים למוצרי החברה יתחזקו.

## פחת

| חברה                           | תחום פעילות/שנת הדוח           | 2016    | 2015    | 2014    | 2013    | 2012    | 2011    |
|--------------------------------|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| הכנסות אברות                   | ציפוי ועטיפת צנרת פלדה         | 76,050  | 90,439  | 92,862  | 90,735  | 102,939 | 87,701  |
|                                | פחת                            | 3,215   | 2,935   | 3,022   | 3,005   | 2,798   | 2,844   |
|                                | שיעור מההכנסות                 | 4.2%    | 3.2%    | 3.3%    | 3.3%    | 2.7%    | 3.2%    |
|                                | ייצור צנרת פלסטיק              | 37,244  | 29,751  | 23,544  | 26,271  | 21,560  | 21,304  |
|                                | פחת                            | 1,335   | 1,097   | 545     | 550     | 878     | 1,137   |
|                                | שיעור מההכנסות                 | 3.6%    | 3.7%    | 2.3%    | 2.1%    | 4.1%    | 5.3%    |
|                                | ניקוי וצביעה של מוצרי מתכת     | 9,410   | 12,350  | 14,384  | 13,475  | 11,562  | 10,645  |
|                                | פחת                            | 808     | 778     | 739     | 708     | 696     | 770     |
|                                | שיעור מההכנסות                 | 8.6%    | 6.3%    | 5.1%    | 5.3%    | 6.0%    | 7.2%    |
|                                | פעילות קבלנית תשתיות מים וביוב | 73,476  | 31,618  | 5,784   |         |         |         |
|                                | פחת                            | 5,787   | 2,418   | 209     | -       | -       | -       |
|                                | שיעור מההכנסות                 | 7.9%    | 7.6%    | 3.6%    | -       | -       | -       |
| סה"כ הכנסות                    |                                | 196,180 | 164,158 | 136,574 | 130,481 | 136,061 | 119,650 |
| סה"כ פחת ללא שינויים חד פעמיים |                                | 7,500   | 7,228   | 4,515   | 4,263   | 4,372   | 4,751   |
| שיעור מההכנסות                 |                                | 3.82%   | 4.40%   | 3.31%   | 3.27%   | 3.21%   | 3.97%   |

הגידול בהוצאות הפחת נבע בעיקר מהוצאות הפחתת קשרי לקוחות שמקורן בעסקת מיזוג תאגידי המים בסך של כ-1,995 אלפי ש"ח (סה"כ ההפחתות בגין קשרי לקוחות בשנת 2016 עומדות על כ-3,645 אלפי ש"ח). עיקר העלייה משנת 2015 נבעה בעיקרה מנכסים שאינם מוחשיים. להערכתנו שיעור הפחת אינו צפוי להשתנות בעקבות כך שאין צורך לחברה לרכוש רכוש קבוע בהיקפים משמעותיים אלה רק לשמור על הקיים.

לכן שיעור הפחת שנקבע עד לשנת 2019 הוא 3.8%, ולשנה המייצגת 3.66%.

## הון חוזר

האשראי הממוצע שהחברה נותנת ללקוחותיה הוא 170 ימי אשראי ולספקים 140 ימי אשראי נכון ל-31/12/2016. קיים הפרש של 30 ימי אשראי בין הספקים ללקוחות. בתחום הפעילות של ציפוי ועטיפת צנרת פלדה עלות המכר היא כ-70% והוא מהווה כ-38% מההכנסות של החברה. בתחומי הפעילות של ייצור צנרת פלסטיק ופעילות קבלנית של תשתיות מים וביוב אין צורך בהשקעת הון חוזר. לצורך החישוב כפלו את שיעור הצמיחה ב-38% וב-70% וחילקנו ב-12 על מנת לקבל את הגידול הממוצע החודשי בהכנסות. נציין כי ממוצע ההון החוזר משנת 1993 ועד 2016 הוא 23-.

## רכוש קבוע

החברה משקיעה ברכוש הקבוע על מנת לשמור על הקיים. זאת מכיוון שיש לה יכולת ייצור גבוהה מהשימוש. להלן טבלה המציגה רכוש קבוע נטו ממוצע:

| מאזן ליום<br>ה-31<br>בדצמבר, | השקעה<br>נדרשת<br>לשמירה<br>על הקיים | לחישוב<br>פחת | ממוצע  | 2016   | 2015   | 2014   | 2013   | 2012   | 2011   | 2010   |
|------------------------------|--------------------------------------|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ציוד נטו                     | 3,297                                | 8.5           | 28,023 | 29,624 | 31,223 | 26,165 | 23,740 | 25,332 | 28,420 | 31,658 |
| רכוש<br>קבוע אחר             | 275                                  | 5             | 1,375  | 460    | 845    | 1,618  | 17     | 1,909  | 1,926  | 2,850  |
| סה"כ                         | 3,572                                | 8.34          | 29,398 | 32,100 | 34,083 | 29,797 | 25,770 | 29,253 | 32,357 | 36,518 |

בהערכת השווי אנו מעריכים השקעה שנתית ממוצעת של 3,572 אש"ח ברכוש קבוע.

## **היוון מגן המס**

מגן המס של החברה הוא 68 מיליון ₪. על מנת להוסיף באופן הוגן את מגן המס לחברה ובשל חוסר הוודאות לגבי רווחיות או הפסדים נוספים בשל ירידות ערך, החלטנו בעקבות מגן המס של החברה לחשב את שיעורי המס הצפויים במידה והחברה תהיה רווחית ב-7 השנים הבאות (זמן מימוש מגן המס) ולהוסיף אותם להון שמתקבל כתוצאה מתזרימי המזומנים שהחברה צפויה להניב. מגן המס הוא אינו הון אך בהחלט שהוא נכס שצפוי להקל על החברה ולהוסיף לתזרים שצפוי להתקבל מהפעילות.

לאחר החישוב הסכום שאנו מוסיפים הוא : 13,376 אלפי ₪.

## **הערכת שווי אופטימית**

בשל חוסר הוודאות בתחום פעילות המים, והעובדה שהחברה בעבר בממוצע הציגה שיעורי צמיחה גבוהים משיעורי הצמיחה שאנו מעריכים והיכולת של החברה לקבל החזרי מס גבוהים שלא התבטאו באופן מלא בהערכה הרגילה אלה כפי שהערכנו, החלטנו לבצע הערכת שווי נוספת שהיא "אופטימית יותר" וחיובית לגבי ההתפתחות של החברה. הגדלנו את שיעור ההכנסות ל-10% בשנים 2018 ו-2019 בשל מסוגלות החברה להגיע לצמיחה כזו בהכנסות, ואת הצמיחה של השנה המייצגת ל-3.5%. **ההערכה האופטימית היא לצורך קנה מידה בלבד.**

4.3 הוון תזרימי מזומנים

הוון תזרימי מזומנים – הערכה רגילה

| באלפי ₪             | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    | 2015     | 2016    | 2017 - YTD<br>Q1+Q2 | E2017   | E2018   | E2019   | +2020E  |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| הכנסות              | 119,650 | 136,062 | 130,482 | 136,574 | 164,159  | 196,180 | 93,215              | 182,486 | 191,610 | 203,107 | 209,200 |
| צמיחה               |         | 13.7%   | -4.1%   | 4.7%    | 20.2%    | 19.5%   |                     | -5.0%   | 5.0%    | 6.0%    | 3.0%    |
| רווח תפעולי         | 746     | 9,084   | 7,669   | 6,801   | 5,308    | 5,419   | 3,205               | 6,387   | 7,664   | 8,124   | 8,996   |
| שיעור רווח תפעולי   | 0.62%   | 6.68%   | 5.88%   | 4.98%   | 3.23%    | 2.76%   | 3.44%               | 3.5%    | 4.0%    | 4.0%    | 4.3%    |
| שיעור מס            | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | -3.6%   | -6.3%    | 0.2%    | 0.0%                | 23%     | 23%     | 23%     | 23%     |
| מס                  | 0       | 0       | 0       | (4,979) | (10,395) | 363     | 3                   | (1,469) | (1,763) | (1,869) | (2,069) |
| רווח תפעולי לאחר מס | 746     | 9,084   | 7,669   | 11,780  | 15,703   | 5,056   | 3,202               | 4,918   | 5,902   | 6,256   | 6,927   |
| פחת                 | 4,751   | 4,372   | 4,263   | 4,515   | 7,228    | 11,145  | 4,810               | 6,934   | 7,281   | 7,718   | 7,678   |
| %מההכנסות           | 4.0%    | 3.2%    | 3.3%    | 3.3%    | 4.4%     | 5.7%    | 5.2%                | 3.8%    | 3.8%    | 3.8%    | 3.7%    |
| השקעות              | (636)   | (982)   | (2,184) | (6,418) | (5,367)  | (5,054) |                     | (3,572) | (3,572) | (3,572) | (3,572) |
| הון חוזר            | 1,711   | 8,294   | 2,737   | 1,946   | (32,880) | 11,098  |                     | -217    | 103     | 243     | 127     |
| %הון חוזר           | 1.4%    | 6.1%    | 2.1%    | 1.4%    | -20.0%   | 5.7%    |                     | -0.1%   | 0.1%    | 0.1%    | 0.1%    |
| תזרים חופשי מפעילות | 6,572   | 20,768  | 12,485  | 11,823  | -15,316  | 22,245  | 8,012               | 8,063   | 9,714   | 10,644  | 11,160  |
|                     |         |         |         |         |          |         |                     | 0.5     | 1.5     | 2.5     | 3.5     |
| תזרים להוון         |         |         |         |         |          |         |                     | 7615    | 8185    | 8000    | 82223   |



**היוון תזרימי מזומנים – הערכה אופטימית**

| מייצגת  | 2019    | 2018    | 2017    | 2017 -<br>YTD 2Q | 2016    | 2015     | 2014    | 2013    | 2012    | 2011    | באלפי ₪             |
|---------|---------|---------|---------|------------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------------------|
| 228,536 | 220,808 | 200,735 | 182,486 | 93215            | 196180  | 164159   | 136574  | 130482  | 136,062 | 119,650 | הכנסות              |
| 3.5%    | 10.0%   | 10.0%   | -5.0%   |                  | 19.5%   | 20.2%    | 4.7%    | -4.1%   | 13.7%   |         | צמיחה               |
| 9,827   | 8,832   | 8,029   | 6,387   | 3205             | 5,419   | 5,308    | 6,801   | 7,669   | 9,084   | 746     | רווח תפעולי         |
| 4.3%    | 4.0%    | 4.0%    | 3.5%    | 3.44%            | 2.76%   | 3.23%    | 4.98%   | 5.88%   | 6.68%   | 0.62%   | שיעור רווח תפעולי   |
| 23%     | 23%     | 23%     | 23%     | 0.0%             | 0.2%    | -6.3%    | -3.6%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | שיעור מס            |
| (2,260) | (2,031) | (1,847) | (1,469) | 3                | 363     | (10,395) | (4,979) | 0       | 0       | 0       | מס                  |
| 7,567   | 6,801   | 6,183   | 4,918   | 3,202            | 5,056   | 15,703   | 11,780  | 7,669   | 9,084   | 746     | רווח תפעולי לאחר מס |
| 8,387   | 8,391   | 7,628   | 6,934   | 4,810            | 11,145  | 7,228    | 4,515   | 4,263   | 4,372   | 4,751   | פחת                 |
| 3.7%    | 3.8%    | 3.8%    | 3.8%    | 5.2%             | 5.7%    | 4.4%     | 3.3%    | 3.3%    | 3.2%    | 4.0%    | %מההכנסות           |
| (3,572) | (3,572) | (3,572) | (3,572) |                  | (5,054) | (5,367)  | (6,418) | (2,184) | (982)   | (636)   | השקעות              |
| 156     | 405     | 207     | -217    |                  | 11,098  | (32,880) | 1,946   | 2,737   | 8,294   | 1,711   | הון חוזר            |
| 0.1%    | 0.2%    | 0.1%    | -0.1%   |                  | 5.7%    | -20.0%   | 1.4%    | 2.1%    | 6.1%    | 1.4%    | %הון חוזר           |
| 12,538  | 12,024  | 10,445  | 8,063   | 8,012            | 22,245  | -15,316  | 11,823  | 12,485  | 20,768  | 6,572   | תזרים חופשי מפעילות |
| 3.5     | 2.5     | 1.5     | 0.5     |                  |         |          |         |         |         |         |                     |
| 97747   | 9037    | 8800    | 7615    |                  |         |          |         |         |         |         | תזרים להיוון        |

#### WACC .4.4

WACC (Weighted average cost of capital) הינו חישוב של עלות ההון המשוכללת. זהו השיעור היוון לתזרימי המזומנים העתידיים שחישבנו קודם לכן. החישוב מתבצע לפי ממוצע משוכלל של מחיר ההון העצמי ומחיר החוב בצורה הבאה:

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - Tc)$$

כאשר:

**Re** - תוחלת התשואה שדורשים בעלי המניות (עלות ההון העצמי)

**Rd** - תוחלת התשואה שדורשים בעלי החוב (עלות החוב)

**D** - שווי החוב

**E** - שווי ההון העצמי

**E+D - V** (סך הנכסים של המאזן)

**Tc** - שיעור המס

$$Re = r_f + B_e * [E(r_m) - r_f]$$

התייחסויות לחישוב הWACC:

1. ההון העצמי שהשתמשנו בו הוא שווי השוק של החברה ולא שווי תזרימי המזומנים. שווי תזרימי המזומנים נמוך משמעותית מרמת החוב והשוואתו מול החוב אינה משקפת את תוחלת התשואה שדורשים בעלי המניות בצורה מהימנה. לכן השתמשנו בשווי השוק של מניותיה של אברות 45,356 אלפי ₪.

2.  $R_f$  נלקח מהתשואה לפידיון של אג"ח ממשלתי שקלי 0.0327.

3. שיעור הביטא הלא ממונפת נלקחה מבחינת כל החברות בתעשיית הברזל מהאתר של דמודרן:

| Cost of Capital | D/(D+E) | After-tax Cost of Debt | Tax Rate | Cost of Debt | E/(D+E) | Cost of Equity | Beta | Number of Firms | Industry Name |
|-----------------|---------|------------------------|----------|--------------|---------|----------------|------|-----------------|---------------|
| 7.32%           | 44.08%  | 3.23%                  | 11.69%   | 4.62%        | 55.92%  | 10.54%         | 1.15 | 737             | Steel         |

4. חישוב של ביטא ממונפת הינו הB הממונפת של התעשייה כפול שיעור המינוף של החברה. (D/E)

5.  $R_m$  משקף את תוחלת תשואת השוק. תוחלת תשואת המשקיעים בישראל לפי דמודרן הינה 6.69%.

6. החלטנו להוסיף סיכון ספציפי שמגלם את הסיכונים הבאים:

- יחס המינוף בין ההון לחוב גבוה
- החברה פרויקטלית והכנסותיה תלויות בזכייתה בפרויקטים.
- קיים חוסר הוודאות לגבי ההשפעה של השעיית רישיון הקבלנות מנגזי תעשיות על החברה.
- המנייה סובלת מחוסר סחירות גבוה והמרווחים בה ועשויים להגיע ל-3%-4% בין המוכרים לקונים.

| פרמטר                                 | ערך           | הערות   |
|---------------------------------------|---------------|---|
| <b>E</b>                              | <b>45,356</b> | <b>נלקח שווי השוק בשל החובות הגדולים של החברה.</b>  |
| חלויות שוטפות ללא אג"ח                | 18,649        | נלקח מהדוחות הכספיים של רבעון 2 2017  |
| התחייבויות ז"א ללא אג"ח והטבות עובדים | 5,959         | נלקח מהדוחות הכספיים של רבעון 2 2017  |
| שווי שוק אג"ח                         | 72,504        | שווי שוק נכון ל-2/11/2017   |
| <b>D</b>                              | <b>97,112</b> |   |
| Rf                                    | 1.92%         | ריבית שקלית חסרת סיכון ל-10 שנים מתואמת. (מבוססת על ממשלתי שקלי 0327)   |
| B                                     | 1.15          | לא ממונפת   |
| שיעור מינוף- D/E                      | 2.14          |   |
| Beta ממונפת                           | 2.46          |   |
| Rm (נלקח מדמודרן)                     | 6.69%         | <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html</a> |
| <b>RE</b>                             | <b>13.7%</b>  |   |
| תשואה לפידיון אברות אגח ד'            | 4.39%         |   |
| ממשלתי שקלי 0122                      | 1.16%         | תשואה לפידיון נכון ל-2/11/17  |
| מרווח ממשלתי                          | 3.23%         |   |
| Rf                                    | 1.92%         |   |
| <b>RD</b>                             | <b>5.2%</b>   | <b>מתואם ל-10 שנים</b>  |
| E/(D+E)                               | 31.84%        |   |
| D/(E+D)                               | 68.16%        |   |
| WACC                                  | 7.05%         |   |
| סיכון ספציפי                          | 5.00%         |   |
| <b>WACC סופי</b>                      | <b>12.1%</b>  |   |

#### 4.5. סיכום וניתוח רגישות

##### סיכום ההערכה הרגילה:

|           |   |
|-----------|---|
| 12.10%    | WACC  |
| 106,023   | שווי פעילות   |
| (97,112)  | חוב פיננסי  |
| 13,369    | מזומנים והשקעות                                       |
| (83,743)  | חוב פיננסי נטו  |
| (7,250)   | ירידת ערך בתחום הפעילות של תחזוקה של תשתיות מים וביוב |
| 15,030    | הון עצמי  |
| 13,376    | מיסים נדחים   |
| 28,406    | סה"כ הון עצמי   |
| 1,641,371 | כמות המניות   |
| 17.31     | מחיר מניה ב-ש   |
| -37%      | שיעור אפסייד/דיסקאונט                                 |

##### טבלת רגישות

| 13.0% | 12.5% | 12.1% | 11.5% | 11.0% | 10.0% | 9.5% | 17.31 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 4.6   | 7.0   | 9.1   | 12.6  | 15.8  | 23.4  | 28.0 | 1.5%  |
| 6.6   | 9.3   | 11.6  | 15.4  | 18.9  | 27.5  | 32.6 | 2.0%  |
| 8.9   | 11.8  | 14.3  | 18.5  | 22.5  | 32.0  | 37.8 | 2.5%  |
| 11.4  | 14.5  | 17.3  | 22.0  | 26.4  | 37.2  | 43.9 | 3.0%  |
| 14.1  | 17.6  | 20.7  | 25.9  | 30.9  | 43.2  | 50.9 | 3.5%  |
| 17.2  | 21.0  | 24.5  | 30.3  | 36.0  | 50.2  | 59.3 | 4.0%  |
| 20.6  | 24.9  | 28.8  | 35.4  | 41.9  | 58.5  | 69.2 | 4.5%  |

**סיכום ההערכה האופטימית:**

|           |   |
|-----------|---|
| 12.10%    | WACC  |
| 123,201   | שווי פעילות   |
| (97,112)  | חוב פיננסי  |
| 13,369    | מזומנים והשקעות                                       |
| (83,743)  | חוב פיננסי נטו  |
| (7,250)   | ירידת ערך בתחום הפעילות של תחזוקה של תשתיות מים וביוב |
| 32,208    | הון עצמי  |
| 14,388    | מיסים נדחים   |
| 46,596    | סה"כ הון עצמי   |
| 1,641,371 | כמות המניות   |
| 28.39     | מחיר מניה ב-ש   |
| 3%        | <b>שיעור אפסייד/דיסקאונט</b>                          |

**טבלת רגישות:**

| 13.0% | 12.5% | 12.1% | 11.5% | 11.0% | 10.0% | 9.5% | 28.39 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|
| 10.5  | 13.2  | 15.5  | 19.4  | 23.0  | 31.5  | 36.6 | 1.5%  |
| 12.8  | 15.7  | 18.3  | 22.5  | 26.5  | 36.0  | 41.7 | 2.0%  |
| 15.3  | 18.5  | 21.3  | 26.0  | 30.4  | 41.1  | 47.5 | 2.5%  |
| 18.0  | 21.5  | 24.6  | 29.8  | 34.8  | 46.8  | 54.2 | 3.0%  |
| 21.1  | 25.0  | 28.4  | 34.2  | 39.8  | 53.5  | 62.1 | 3.5%  |
| 24.4  | 28.8  | 32.6  | 39.1  | 45.4  | 61.2  | 71.3 | 4.0%  |
| 28.2  | 33.0  | 37.3  | 44.8  | 52.0  | 70.4  | 82.4 | 4.5%  |

#### **4.6 סיכום עבודת האנליזה**

להערכתנו אברות כרגע נסחרת בתשואת יתר, והשווי האמיתי שלה נמוך בכ-37% משווי השוק שבו היא נסחרת. למרות ירידת המניה בכ-40% מתחילת השנה, הירידה הצפויה בהכנסות החברה במידה והסיווג הקבלני של מנגזי תעשיות בע"מ יבוטל אינה משתקפת באופן מלא בשווי השוק שלה היום. בנוסף, גם בתרחיש אופטימי שהחברה תצליח לצמוח בשנתיים הקרובות ב-10% ובשנה המייצגת ב-3.5%, השווי של החברה מהווה אפסייד של 3% בלבד מהשווי הנוכחי.

קצב הגדילה של ההכנסות מתחום הפעילות של ייצור ושיווק צנרת הפלסטיק אינה מגשרת על הפגיעה שצפויה מתחום פעילות המים. ההכנסות של תחום הפעילות של עטיפה וציפוי צנרת פלדה ירדו בממוצע ב-4.6% משנת 2012 ועד 2016. הרווחיות של תחום הפעילות נפגעו כתוצאה מהתנודתיות של מחירי המתכות. אנו הערכנו שיהיה גידול בתחום הפעילות אך קיים סיכון של תנודתיות במחירי המתכות שתגרום לשחיקה של הרווחיות כפי שראינו בדוחות של 2015 ו-2016.

אנו לא מעריכים סיכונים בטווח הקרוב שיובילו לחדלות הפעילות העסקית של החברה. אברות הינה מובילה בארץ בפעילותה ומלבד צינורות מזרח התיכון היא גדולה ומשמעותית ביותר בפעילותה, והביקוש למוצריה צפוי לגדול.

**למרות זאת, לנוכח תמחור היתר של החברה והסיכונים העתידיים, אנו ממליצים להימנע מקניית המניה של החברה. לאחר בהירות ואופק חיובי בתחום הפעילות של פעילות קבלנית בתשתיות מים וביוב, ניתן לבחון מחדש את כדאיות ההשקעה.**

אנו לא ממליצים על ביצוע "שורט" על מניות החברה בשל העלויות הגדולות הכרוכות בכך, וצמצום מרווח הביטחון של העסקה. (המרווח בין קונים למוכרים עשויים להיות בין 2-3 אחוזים ועלות השאלה שנתית עשויה להיות בשיעור של 7%)