



CLEARSTRUCTURE

Economic & financial analysis



בחינת ירידת ערך מוניטין סיסנת תכנה בע"מ

//מרץ 2021//



מר פיליפ פנטון,

סמנכ"ל כספים, אמנת ניהול ומערכות בע"מ

24 במרץ 2021

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

שלום רב,

בהתאם למסמך ההתקשרות בינינו ניתחנו את שווי ההון של הפעילויות העסקיות של החברות הבנות של חברת סיסנת תכנה בע"מ (להלן: "**החברות הבנות**") ו- "**החברה**", בהתאמה, נכון ל-31 בדצמבר 2020, וביצענו ניתוחים כלכליים, כמפורט להלן.

מטרת העבודה כפי שהוגדרה על ידי אמנת ניהול ומערכות בע"מ (להלן "**מזמינת העבודה**"), הינה לבחון את הצורך לבצע הפחתת שווי ליתרות המוניטין של החברות הבנות בספרי מזמינת העבודה ובספרי החברה, נכון ל-31 בדצמבר 2020, בהסתמך על הדו"חות הכספיים המבוקרים של החברה והחברות הבנות לשנים 2013-2019, דוחות כספיים לא מבוקרים של החברות הבנות נכון לדצמבר 2020, והתכנית העסקית שלהן לעתיד, כפי שנתקבלו מידי החברה ומזמינת העבודה.

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

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

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

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

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



תוכן עניינים

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



1. תמצית מנהלים

רקע

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

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

כפי שנמסר מהנהלת החברה, נכון לדצמבר 2020, פעילות החברה מתבצעת על בסיס ארבע ישויות, כלדקמן: (1) קונקור בע"מ; (2) תדיעד שותפות מוגבלת 1994; (3) טסנת בדיקות תוכנה בע"מ; ו- (4) סיסנת תוכנה.

מטרת העבודה

מטרת עבודה זו, כפי שהוגדרה על ידי מזמינת העבודה, הינה לבחון את הצורך בהפחתת שווי של יתרות המוניטין בגין אחזקת החברות הבנות, נכון ל-31 בדצמבר 2020, בהתאם ל IAS 36.

סיכום

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

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

סיסנת סולו	טסנת	תדיעד	קונקור	סה"כ	
14,290	29,495	12,263	2,559	58,606	שווי הוגן פעילות
-1,352	11,418	11,460	2,078	23,604	שווי פנקסני סיסנת
15,642	18,077	803	481	35,002	הפרש
לא	לא	לא	לא	0	הפחתה
-550	13,210	11,802	2,078	26,541	שווי פנקסני אמנת
14,840	16,285	460	481	32,065	הפרש
לא	לא	לא	לא		הפחתה

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



2. רקע

2.1 סיסנת תכנה בע"מ

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

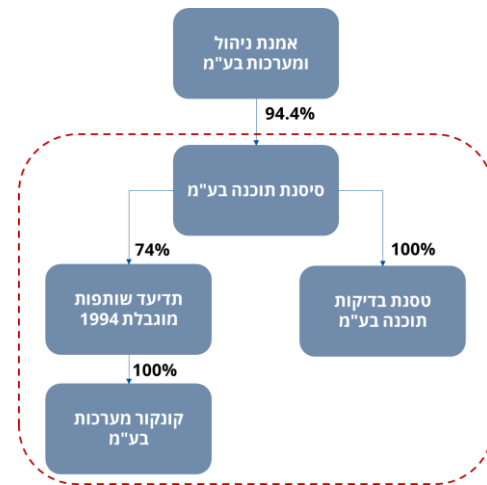
החברה עוסקת בביצוע פרויקטי פיתוח ואינטגרציה של טכנולוגיית מידע בישראל ובעולם, לרבות אפיון, פיתוח ויישום מערכות מידע, מתן שירותי ייעוץ למחשוב, מיקור חוץ ושירותים מנהלים, מרכזי פיתוח Off shore / Near shore, יישום והטמעה של מערכות ERP, הבטחת איכות ובדיקות תוכנה, מערכות משובצות מחשב R/T ועוד.

2.2 מבנה תאגידי

כפי שנמסר מהנהלת החברה, נכון לדצמבר 2020, פעילות החברה מתבצעת על בסיס שלוש ישויות, כדלקמן:

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

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



איור 1: מבנה תאגיד, נכון לדצמבר 2020

2.3 יתרות בספרי אמנת ובספרי סיסנת תכנה

כפי שנמסר מהנהלת החברה, נכון לדצמבר 2020, סה"כ השווי הפנקסני נטו בגין אחזקת החברות הבנות במאזנים המאוחדים של סיסנת תוכנה ושל אמנת ניהול ומערכות הינן בהתאם לטבלה 1 להלן:

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

סיסנת סולו	טסנת	תדיעד	קונקור	סה"כ
-1,352	11,418	11,460	2,078	23,604
-550	13,210	11,802	2,078	26,541

2.4 מטרת העבודה ומסגרתה

מטרת עבודה זו, כפי שהוגדרה על ידי מזמינת העבודה, הינה לבחון את הצורך בהפחתת שווי של יתרות המוניטין בגין אחזקת החברות הבנות, נכון ל-31 בדצמבר 2020, בהתאם ל IAS 36.

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

בהתאם למוסכם עם המזמינה, העבודה בוצעה על בסיס הדוחות הכספיים המבוקרים של החברות לשנים 2013-2019, לדוחות כספיים לא מבוקרים של החברות לשנת 2020 ונתונים נוספים שהתקבלו מהמזמינה, לרבות תחזית פעילות עסקית, התואמת את תכנית העבודה של המזמינה לשנים 2021-2025.

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



3. השיטה הכלכלית

3.1 מתודולוגיה

לצורך בחינת הצורך בהפחתת שווי מוניטין, יושמה המתודולוגיה הבאה:

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

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

3.2 הערכת השווי ההוגן של הפעילות

3.2.1 השיטה הכלכלית

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

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

3.2.2 אמידת פרמטרים

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

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

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

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

נכס חסר סיכון	rf	מחיר ההון הנדרש על ידי בעלי המניות	r_{equity}
פרמיית הסיכון של שוק המניות	$E[r_m] - rf$	תוחלת תשואת המניה של החברה	$E[r_{con}]$
שיעור מס החברות במדינה	tax	מקדם סיכון יחסי של התעשייה	β
עלות החוב של החברה	r_d	פרמיה נדרשת בגין גודל של החברה, בהתאם	DP
		Duff and Phelps -7	



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

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

3.3 שווי פנקסני

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

3.4 התאמות לתזרימי מזומנים מנוטרלי מס חברות

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

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

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

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

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

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

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



4. סיכום ומסקנות

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

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

טבלה 2: שווי הוגן פעילויות, שווי פנקסני והצורך בהפחתת מוניטין (אלפי ש"ח)

סה"כ	קונקור	תדיעד	טסנת	סיסנת סולו	
58,606	2,559	12,263	29,495	14,290	שווי הוגן פעילות
23,604	2,078	11,460	11,418	-1,352	שווי פנקסני סיסנת
35,002	481	803	18,077	15,642	הפרש
0	לא	לא	לא	לא	הפחתה
26,541	2,078	11,802	13,210	-550	שווי פנקסני אמנת
32,065	481	460	16,285	14,840	הפרש
	לא	לא	לא	לא	הפחתה

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



נספח א' - מקורות

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

תדעיד שותפות מוגבלת 1994

1. דוחות כספיים מבוקרים של השותפות לשנים 2013-2019.
2. נתונים כספיים של השותפות ליום 31/12/2020.
3. שווי פנקסני של השותפות בספרי המזמינה, נכון ל-31/12/2020.
4. תחזית רווח/הפסד לשותפות לשנים 2021-2025.

טסנת בדיקות תוכנה

5. דוחות כספיים מבוקרים של השותפות לשנים 2013-2019.
6. נתונים כספיים של השותפות ליום 31/12/2020.
7. שווי פנקסני של השותפות בספרי המזמינה, נכון ל-31/12/2020.
8. תחזית רווח/הפסד לשותפות לשנים 2021-2025.

סיסנט סולו

9. דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2013-2019.
10. נתונים כספיים של החברה ליום 31/12/2020.
11. שווי פנקסני של החברה בספרי המזמינה, נכון ל-31/12/2020.
12. תחזית רווח/הפסד לחברה לשנים 2021-2025.

קונקור

13. דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2013-2019.
14. נתונים כספיים של החברה ליום 31/12/2020.
15. שווי פנקסני של השותפות בספרי המזמינה, נכון ל-31/12/2020.
16. תחזית רווח/הפסד לחברה לשנים 2021-2025.



נספח ב' – סביבה עסקית

1. תיאור כללי

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

עיקר פעילותה העסקית של הקבוצה מתמקד בישראל, כאשר שירותי בדיקות תוכנה ניתנים גם בחו"ל, על ידי חברת סיסנת בהיקף לא מהותי. נכון לדצמבר 2020, למעלה מ-99% מהכנסות החברה הגיעו מישראל.

2. צד הביקוש

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

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

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

3. צד ההיצע

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

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

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

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

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



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

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

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



נספח ג' – הערכת השווי תדיעד

1. מסגרת כללית

הערכת השווי של תדיעד, התבצעה על בסיס תחזית הכנסות והוצאות של השותפות לשנים 2021-2025 שנתקבלה מידי הנהלת המזמינה (להלן: "תחזית תדיעד").

כפי שנמסר מהנהלת החברה, תחזית תדיעד תואמת את תכנית העבודה שאושרה על ידי הנהלת מזמינת העבודה עבור תדיעד לשנת 2021 ולציפיות הנהלת תדיעד לשנים 2022-2025.

2. תוצאות הפעילות העסקית לשנים 2013-2020

במהלך השנים 2013-2015 מחזור המכירות של השותפות צמח מכ-25 מיליון ש"ל לכ-33.7 מיליון ש"ל. במהלך השנים 2016-2018 ירד מחזור המכירות בהדרגה לכ-30.3 מיליון ש"ל ואילו בשנת 2019 חזר מחזור המכירות לצמוח בכ-2%. בשנת 2020 חלה ירידה קלה בהכנסות בשיעור של כ-1% לסך של כ-30.6 מיליון ש"ל המיוחסת בעיקרה להתפרצות נגיף הקורונה ולמשבר בעקבותיו.

הרווחיות הגולמית במהלך השנים 2013-2019 שמרה על יציבות ונעה בין 12.9%-15.9% ובממוצע כ-14.2%. בשנת 2020 חלה שחיקה ברווחיות הגולמית אשר עמדה על כ-11%.

במונחי תפעול, השותפות הצליחה לצמצם את עלויות ההנהלה והכלליות שלה מכ-2.14 מיליון ש"ל בשנת 2013, לכ-1.54 מיליון ש"ל בשנת 2019. בשנת 2020 חלה עלייה בהוצאות התפעול של החברה אשר עמדו על סך של כ-1.6 מיליון ש"ל. הרווח לפני מס של החברה צמח בהתאמה מכ-900 אלפי ש"ל בשנת 2013, לכ-2.1 מיליון ש"ל בשנת 2019 ואילו ירד בשנת 2020 לסך של כ-1.1 מיליון ש"ל.

טבלה 3: הכנסות, רווח גלמי, EBITDA ורווח לפני מס לשנים 2013-2020 (אלפי ש"ל)

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013
מכירות	30,627	30,915	30,326	30,859	32,169	33,706	26,845	24,885
צמיחה	-0.9%	1.9%	-1.7%	-4.1%	-4.6%	25.6%	7.9%	
עלות המכר	27,320	26,588	26,250	25,960	27,358	29,163	23,372	21,198
רווח גלמי	3,307	4,327	4,076	4,899	4,811	4,543	3,473	3,687
רווחיות גולמית	10.8%	14.0%	13.5%	15.9%	15.0%	13.5%	12.9%	14.8%
מכירה ושיווק	435	426	382	428	411	440	419	425
הנהלה וכלליות	1,620	1,536	1,606	1,686	1,653	1,644	1,920	2,144
EBITDA	1,252	2,365	2,088	2,785	2,747	2,459	1,134	1,118
פחת והפחתות	159	251	256	298	341	372	271	218
רווח לפני מס	1,093	2,114	1,832	2,487	2,406	2,087	863	900

3. תחזית EBITDA לשנים 2020-2024

על פי תחזית הפעילות של תדיעד, בשנת 2021 צפויות מכירות החברה לצמוח בשיעור הנאמד בכ-4.5%. במהלך השנים 2022-2025, צפויות הכנסות החברה לצמוח ולהגיע ל-34.6 מיליון ש"ל. החל משנת 2026, שהינה השנה המייצגת, צפויות הכנסות החברה לצמוח בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.

ה-EBITDA צפוי לצמוח מכ-1.9 מיליון ש"ל בשנת 2021, לכ-2.6 מיליון ש"ל בשנת 2025.



טבלה 4: תחזית EBITDA לשנים 2021-2025 (אלפי ש"ח)

(1)2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
35,157	34,638	33,959	33,293	32,640	32,000	30,627	מכירות
1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	4.5%	1.0%	צמיחה
30,235	29,789	29,204	28,750	28,302	27,974	27,320	עלות המכר
4,922	4,849	4,754	4,543	4,338	4,026	3,307	רווח גלמי
14.0%	14.0%	14.0%	13.7%	13.3%	12.6%	10.8%	רווחיות גלמית
502	494	485	475	466	450	435	מכירה ושיווק
1,809	1,782	1,765	1,747	1,730	1,700	1,620	הנהלה וכלליות
2,611	2,573	2,505	2,321	2,142	1,876	1,252	EBITDA

(1) שנת 2026 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה הינה שהחל משנה זו הכנסות החברה תצמחנה בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.

4. התאמות לשינויים בהון

4.1 הון חוזר

הנחת העבודה הינה שהיחס בין ההון החוזר למכירות יישאר בממוצע 20%.

4.2 CAPX ופחת

כפי שנמסר מהנהלת החברה, השותפות צפויה להשקיע בממוצע כ-100 אלפי ש"ח בשנה בהון. הנחת העבודה היא שהוצאות הפחת תרדנה מכ-159 אלפי ש"ח בשנת 2020 לכ-100 אלפי ש"ח בשנת 2025. החל משנת 2026, עלויות הפחת צפויות לקזז את ההשקעות השנתיות.

5. תזרים מזומנים חופשי

תזרימי המזומנים בנטרול מס חברות צפויים לצמוח מכ-1.5 מיליון ש"ח בשנת 2021, לכ-2.3 מיליון ש"ח בשנת 2025. החל משנת 2026, תזרימי המזומנים החופשיים צפויים לצמוח בשיעור קבוע הנאמד בממוצע בכ-1.5% לשנה.

טבלה 5: תזרימי מזומנים מנטרולי מס חברות, 2021-2025 (אלפי ש"ח)

(1)2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
2,611	2,573	2,505	2,321	2,142	1,876	1,252	EBITDA
100	102	104	107	115	130	159	פחת והפחתות
2,511	2,471	2,401	2,213	2,028	1,746	1,093	רווח תפעולי
100	102	104	107	115	130	159	בתוספת פחת
100	100	100	100	100	100	100	בניכוי השקעות
104	136	133	131	128	275		בניכוי שינויים בהון חוזר
2,408	2,337	2,272	2,090	1,914	1,501		תזרים חפשי

(1) שנת 2026 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה הינה שהחל משנה זו תזרימי החברה יצמחו בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.



6. הערכת השווי

שוויה ההוגן של הפעילות נאמד בכ-12.3 מיליון ₪, כמפורט להלן:

טבלה 6: תחזית של תזרימי מזומנים מהוונים, 2021-2025 (אלפי ₪)

	2026 ⁽¹⁾	2025	2024	2023	2022	2021	
תזרימי חפשיים⁽²⁾	13,942 ⁽³⁾	2,337	2,272	2,090	1,914	751	
זמן⁽⁴⁾	4.5	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	
תזרימי מהוון⁽⁵⁾	6,416	1,077	1,244	1,359	1,479	689	
שווי	12,263						

(1) שנת 2026 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה היא שהחל משנה זו, התוצאות העסקיות ובכלל זה תזרימי המזומנים צפויים לצמוח על פני הזמן בממוצע, בכ-1.5% לשנה.

(2) תזרימי חפשיים בנטרול מס חברות.

(3) שוויה ההוגן של סדרה אינסופית, כאשר התזרימים הינו 2.4 מיליון ₪, מחיר ההון הינו 18.8% ושיעור הצמיחה הקבוע הינו 1.5%.

(4) נכון ליום ה-31/12/2020, בהנחה שהתזרימים מתקבל בממוצע באמצע השנה.

(5) מחיר ההון בו הונו תזרימי המזומנים הינו 18.8% לשנה. מחיר הון זה הוא מחיר הון התואם את תזרימי המזומנים, כאשר אלה מנוטרלים מתשלומי מס חברות. מחיר הון זה הינו אקוויולנטי למחיר הון של 14.8% לשנה, בהינתן שתזרימי המזומנים אינם מנוטרלים מתשלומי מס חברות. לתחשיב מפורט של מחיר ההון ראה/ינספח ח' להלן.

7. ניתוח רגישות

בתרחישים שונים של סטייה מתחזית המכירות ושל מחיר ההון התואם את פעילות החברה בנטרול מס, שווי ההוגן של הפעילות נע בין כ-6.4 מיליון ₪, בתרחיש בו ישנה סטייה שלילית של 10% מהתחזית ומחיר ההון נאמד בכ-21% לשנה; לבין כ-21.7 מיליון ₪, בתרחיש בו ישנה סטייה חיובית של 10% ומחיר ההון נאמד בכ-17% לשנה, כדלקמן:

טבלה 7: שוויה ההוגן של פעילות תדעית בתרחישים שונים של סטייה מתחזית המכירות ומחיר ההון בנטרול מס (באלפי ₪)

סטייה מתחזית המכירות						
10%-	5%-	0%	5%	10%		
8,844	9,828	10,811	11,795	12,779	21%	מחיר הון לפני מס
9,335	10,380	11,425	12,470	13,514	20%	
10,005	11,134	12,263	13,391	14,520	18.8%	
10,497	11,687	12,877	14,067	15,257	18%	
11,192	12,469	13,746	15,023	16,299	17%	



נספח ד' – הערכת השווי טסנת

1. מסגרת כללית

הערכת השווי של טסנת, התבצעה על בסיס תחזית הכנסות והוצאות של השותפות לשנים 2021-2025 שנתקבלה מידי הנהלת המזמינה (להלן: "תחזית טסנת").

כפי שנמסר מהנהלת החברה, תחזית טסנת תואמת את תכנית העבודה שאושרה על ידי הנהלת מזמינת העבודה עבור טסנת לשנת 2021 ולציפיות הנהלת טסנת לשנים 2022-2025.

2. תוצאות הפעילות העסקית לשנים 2013-2020

במהלך השנים 2013-2018 מחזור המכירות של השותפות צמח מכ-38 מיליון ₪ לכ-63.3 מיליון ₪. בשנת 2019 חלה ירידה קלה בהכנסות בשיעור של כ-3% לסך של כ-61.5 מיליון ₪, בשנת 2020 חלה ירידה נוספת בהכנסות החברה בשיעור של כ-7%, המיוחסת בעיקרה להתפרצות נגיף הקורונה ולמשבר בעקבותיו.

הרווחיות הגולמית במהלך השנים 2013-2016 שמרה על יציבות ונעה בין 19.6%-21.4% ובממוצע כ-20.2%. החל משנת 2017 חלה ירידה ברווחיות הגולמית של החברה אשר נעה בין 13.4%-16.5% ובממוצע כ-14.8% בין השנים 2017-2020.

במונחי תפעול, השותפות הצליחה לצמצם את עלויות ההנהלה והכלליות שלה מכ-4.9 מיליון ₪ בשנת 2013, לכ-2.9 מיליון ₪ בשנת 2020. הרווח לפני מס של החברה צמח בהתאמה מכ-762 אלפי ₪ בשנת 2013, לכ-4.9 מיליון ₪ בשנת 2020.

טבלה 8: הכנסות, רווח גלמי, EBITDA ורווח לפני מס לשנים 2013-2020 (אלפי ₪)

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
מכירות	57,788	61,520	63,334	54,955	49,847	44,422	41,582	37,942	
צמיחה	-6.1%	-2.9%	15.3%	10.3%	12.2%	6.8%	9.6%		
עלות המכר	48,235	52,820	54,829	46,622	40,084	35,605	32,688	30,367	
רווח גלמי	9,553	8,700	8,505	8,333	9,763	8,817	8,894	7,575	
רווחיות גולמית	16.5%	14.1%	13.4%	15.2%	19.6%	19.9%	21.4%	20.0%	
מכירה ושיווק	1,656	1,300	1,376	1,414	1,913	1,541	1,767	1,593	
הנהלה וכלליות	2,871	3,000	2,766	2,823	2,757	2,744	3,218	4,939	
EBITDA	5,037	4,580	4,363	4,096	5,093	4,532	3,909	1,043	
פחת והפחתות	172	180	236	237	234	858	217	281	
רווח לפני מס	4,865	4,400	4,127	3,859	4,859	3,674	3,692	762	

3. תחזית EBITDA לשנים 2020-2024

על פי תחזית הפעילות של טסנת, בשנת 2021 צפויות מכירות החברה לצמוח בשיעור הנאמד בכ-10%, בין היתר, בשל הירידה בהכנסות החברה בשנת 2020, בשל משבר הקורונה. במהלך השנים 2022-2025, צפויות הכנסות החברה לצמוח ולהגיע לכ-68 מיליון ₪. החל משנת 2026, שהינה השנה המייצגת, צפויות הכנסות החברה לצמוח בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.

ה-EBITDA צפוי לצמוח מכ-5 מיליון ₪ בשנת 2021, לכ-5.6 מיליון ₪, בשנת 2025.

טבלה 9: תחזית EBITDA לשנים 2021-2025 (אלפי ₪)



(1)2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
68,963	67,944	66,612	65,306	64,025	62,770	57,788	מכירות
1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	9.6%	-6.1%	צמיחה
58,619	57,753	56,620	55,510	54,422	53,370	48,235	עלות המכר
10,345	10,192	9,992	9,796	9,604	9,400	9,553	רווח גלמי
15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	16.5%	רווחיות גולמית
1,457	1,435	1,407	1,380	1,353	1,326	1,656	מכירה ושיווק
3,200	3,153	3,122	3,091	3,060	3,030	2,871	הנהלה וכלליות
5,687	5,603	5,463	5,325	5,191	5,044	5,026	EBITDA

(2) שנת 2026 הינה השנה המיוצגת. הנחת העבודה הינה שהחל משנה זו הכנסות החברה תצמחנה בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.

4. התאמות לשינויים בהון

4.1 הון חוזר

הנחת העבודה הינה שהיחס בין ההון החוזר למכירות יישאר בממוצע 17%.

4.2 CAPX נפחת

כפי שנמסר מהנהלת החברה, השותפות צפויה להשקיע בממוצע כ-150 אלפי ש"ח בשנה בהון. הנחת העבודה היא שהוצאות הפחת תרדנה מכ-166 אלפי ש"ח בשנת 2021 לכ-150 אלפי ש"ח בשנת 2025. החל משנת 2025, עלויות הפחת צפויות לקוז את ההשקעות השנתיות.

5. תזרים מזומנים חופשי

תזרימי המזומנים בנטרול מס חברות צפויים לצמוח מכ-4 מיליון ש"ח בשנת 2021, לכ-5.2 מיליון ש"ח בשנת 2025. החל משנת 2026, תזרימי המזומנים החופשיים צפויים לצמוח בשיעור קבוע הנאמד בממוצע בכ-1.5% לשנה.

טבלה 10: תזרימי מזומנים מנוטרלי מס חברות, 2021-2025 (אלפי ש"ח)

(1)2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
5,687	5,603	5,463	5,325	5,191	5,044	5,037	EBITDA
150	150	148	154	160	166	172	פחת והפחתות
5,537	5,453	5,315	5,171	5,031	4,878	4,865	רווח תפעולי
150	150	148	154	160	166		בתוספת פחת
150	150	150	150	150	150		בניכוי השקעות
177	231	227	222	218	865		בניכוי שינויים בהון חוזר
5,360	5,222	5,086	4,953	4,823	4,029		תזרים חפשי

(2) שנת 2026 הינה השנה המיוצגת. הנחת העבודה הינה שהחל משנה זו תזרימי החברה יצמחו בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.



6. הערכת השווי

שוויה ההוגן של הפעילות נאמד בכ-29.5 מיליון ₪, כמפורט להלן:

טבלה 11: תחזית של תזרימי מזומנים מהוונים, 2021-2025 (אלפי ₪)

	2026 ⁽¹⁾	2025	2024	2023	2022	2021	
תזרימי חפשי ⁽²⁾	4,029	4,823	4,953	5,086	5,222	30,334 ⁽³⁾	
זמן ⁽⁴⁾	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	4.5	
תזרימי מהוון ⁽⁵⁾	3,691	3,707	3,195	2,753	2,372	13,777	
שווי	29,495						

(1) שנת 2026 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה היא שהחל משנה זו, התוצאות העסקיות ובכלל זה תזרימי המזומנים צפויים לצמוח על פני הזמן בממוצע, בכ-1.5% לשנה.

(2) תזרימי חפשי בנטרול מס חברות.

(3) שוויה ההוגן של סדרה אינסופית, כאשר התזרימים הינו 5.4 מיליון ₪, מחיר ההון הינו 19.1% ושיעור הצמיחה הקבוע הינו 1.5%.

(4) נכון ליום ה-31/12/2020, בהנחה שהתזרימים מתקבל בממוצע באמצע השנה.

(5) מחיר ההון בו הונו תזרימי המזומנים הינו 19.1% לשנה. מחיר הון זה הוא מחיר הון התואם את תזרימי המזומנים, כאשר אלה מנוטרלים מתשלומי מס חברות. מחיר הון זה הינו אקוויולנטי למחיר הון של 14.8% לשנה, בהינתן שתזרימי המזומנים אינם מנוטרלים מתשלומי מס חברות. לתחשיב מפורט של מחיר ההון ראה/ינספח ח' להלן.

7. ניתוח רגישות

בתרחישים שונים של סטיה מתחזית המכירות ושל מחיר ההון התואם את פעילות החברה בנטרול מס, שווי ההוגן של הפעילות נע בין כ-22.5 מיליון ₪, בתרחיש בו ישנה סטייה שלילית של 10% מהתחזית ומחיר ההון נאמד בכ-21% לשנה; לבין כ-39.0 מיליון ₪, בתרחיש בו ישנה סטייה חיובית של 10% ומחיר ההון נאמד בכ-17% לשנה, כדלקמן:

טבלה 12: שוויה ההוגן של פעילות טסנת בתרחישים שונים של סטיה מתחזית המכירות ומחיר ההון בנטרול מס (באלפי ₪)

סטייה מתחזית המכירות						
10%-	5%-	0%	5%	10%		
22,546	24,696	26,845	28,994	31,143	21%	מחיר הון לפני מס
23,671	25,950	28,229	30,508	32,787	20%	
24,699	27,097	29,495	31,893	34,291	18.7%	
26,328	28,915	31,501	34,088	36,675	18%	
27,914	30,685	33,455	36,226	38,997	17%	



נספח ה' – הערכת השווי סיסנת סולו

1. מסגרת כללית

הערכת השווי של סיסנת סולו, התבצעה על בסיס תחזית הכנסות והוצאות של השותפות לשנים 2021-2025 שנתקבלה מידי הנהלת המזמינה (להלן: "תחזית סיסנת סולו").

כפי שנמסר מהנהלת החברה, תחזית סיסנת סולו תואמת את תכנית העבודה של סיסנת סולו שאושרה על ידי הנהלת מזמינת העבודה עבור סיסנת סולו לשנת 2021 ולציפיות הנהלת סיסנת סולו לשנים 2022-2025.

2. תוצאות הפעילות העסקית לשנים 2013-2020

במהלך השנים 2013-2016 מחזור המכירות של השותפות צמח מכ-128.7 מיליון ₪ לכ-716.8 מיליון ₪. במהלך השנים 2017-2020 חלה ירידה מחזור המכירות בהדרגה עד לכ-142.9 מיליון ₪ בשנת 2020 ואשר משקפת ירידה בשיעור שלילי שנתי ממוצע של כ-5% בשנים אלה.

הרווחיות הגולמית במהלך התקופה שמרה על יציבות ונעה בין 4.9%-7% ובממוצע כ-5.9%. בשנת 2020 הצליחה החברה לשפר את הרווחיות הגולמית שלה אשר עמדה על כ-8.5%.

במונחי תפועול, עלויות ההנהלה והכלליות שלה עלו מכ-2.1 מיליון ₪ בשנת 2013, לכ-3.6 מיליון ₪ בשנת 2020. בהתאמה לשיפור ברווחיות הגולמית ומנגד לעלייה בהוצאות התפעול של החברה. הרווח לפני מס של החברה צמח מכ-2.5 מיליון ₪ בשנת 2013, לכ-6.1 מיליון ₪ בשנת 2020.

טבלה 13: הכנסות, רווח גלמי, EBITDA ורווח לפני מס לשנים 2013-2020 (אלפי ₪)

	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	
מכירות	142,947	147,969	159,640	160,201	168,684	161,435	134,400	128,660	
צמיחה	-3.4%	-7.3%	-0.4%	-5.0%	4.5%	20.1%	4.5%		
עלות המכר	130,800	137,628	150,976	149,886	158,633	152,134	126,230	122,394	
רווח גלמי	12,147	10,341	8,664	10,315	10,051	9,301	8,170	6,266	
רווחיות גולמית	8.5%	7.0%	5.4%	6.4%	6.0%	5.8%	6.1%	4.9%	
מכירה ושיווק	2,462	3,620	3,719	3,738	3,097	2,095	1,415	1,669	
הנהלה וכלליות	3,574	3,273	3,166	2,961	2,857	2,792	2,670	2,123	
EBITDA	6,111	3,448	1,779	3,616	4,097	4,414	4,085	2,474	
פחת והפחתות	13	7	11	14	15	16	17	16	
רווח לפני מס	6,098	3,441	1,768	3,602	4,082	4,398	4,068	2,458	

3. תחזית EBITDA לשנים 2021-2025

על פי תחזית הפעילות של סיסנת סולו, בשנת 2021 צפויות מכירות החברה לקטון בשיעור הנאמד בכ-7.3%, במהלך השנים 2022-2025, צפויות הכנסות החברה לצמוח בשיעור הנאמד בכ-2% ולהגיע ל-143.4 מיליון ₪. החל משנת 2026, שהינה השנה המייצגת, צפויות הכנסות החברה לצמוח בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.

ה-EBITDA צפוי לצמוח מכ-2.1 מיליון ₪ בשנת 2021, לכ-2.6 מיליון ₪, בשנת 2025.



טבלה 14: תחזית EBITDA לשנים 2021-2025 (אלפי ש"ח)

(1)2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
145,574	143,422	140,610	137,853	135,150	132,500	142,947	מכירות
1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	-7.3%	-3.4%	צמיחה
135,383	133,383	130,767	128,203	125,690	123,416	130,800	עלות המכר
10,190	10,040	9,843	9,650	9,461	9,084	12,147	רווח גלמי
7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	8.50%	רווחיות גולמית
4,175	4,113	4,033	3,954	3,876	3,800	2,462	מכירה ושיווק
3,380	3,330	3,297	3,264	3,232	3,200	3,574	הנהלה וכלליות
2,635	2,596	2,513	2,432	2,353	2,084	6,111	EBITDA

(3) שנת 2026 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה הינה שהחל משנה זו הכנסות החברה תצמחנה בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.

4. התאמות לשינויים בהון

4.1 הון חוזר

הנחת העבודה הינה שהיחס בין ההון החוזר למכירות יישאר בממוצע 5%.

4.2 CAPX ופחת

כפי שנמסר מהנהלת החברה, השותפות צפויה להשקיע בממוצע כ-35 אלפי ש"ח בשנה בהון. הנחת העבודה היא שהוצאות הפחת יעמדו בממוצע על כ-30 אלפי ש"ח לאורך שנות התחזית. החל משנת 2025, עלויות הפחת צפויות לקוז את ההשקעות השנתיות.

5. תזרים מזומנים חופשי

תזרימי המזומנים בנטרול מס חברות צפויים לצמוח מכ-2.57 מיליון ש"ח בשנת 2021, לכ-2.42 מיליון ש"ח בשנת 2025. החל משנת 2026, תזרימי המזומנים החופשיים צפויים לצמוח בשיעור קבוע הנאמד בממוצע בכ-1.5% לשנה.

טבלה 15: תזרימי מזומנים מנוטרלי מס חברות, 2021-2025 (אלפי ש"ח)

(1)2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
2,635	2,596	2,513	2,432	2,353	2,084	6,111	EBITDA
35	35	32	29	26	23	13	פחת והפחתות
2,600	2,561	2,481	2,403	2,327	2,061	6,098	רווח תפעולי
35	35	32	29	26	23		בתוספת פחת
35	35	35	35	35	35		בניכוי השקעות
108	141	138	135	133	-522		בניכוי שינויים בהון חוזר
2,493	2,421	2,340	2,262	2,185	2,571		תזרים חפשי

(3) שנת 2026 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה הינה שהחל משנה זו תזרימי החברה יצמחו בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.



6. הערכת השווי

שוויה ההוגן של הפעילות נאמד בכ-14.2 מיליון ₪, כמפורט להלן:

טבלה 16: תחזית של תזרימי מזומנים מהוונים, 2021-2025 (אלפי ₪)

(1) 2026	2025	2024	2023	2022	2021	
(3) 14,132	2,421	2,340	2,262	2,185	2,571	תזרימי חפשיים (2)
4.5	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	זמן (4)
6,426	1,101	1,268	1,460	1,680	2,355	תזרימי מהוון (5)
14,290						שווי

(1) שנת 2026 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה היא שהחל משנה זו, התוצאות העסקיות ובכלל זה תזרימי המזומנים צפויים לצמוח על פני הזמן בממוצע, בכ-1.5% לשנה.

(2) תזרימי חפשיים בנטרול מס חברות.

(3) שווייה ההוגן של סדרה אינסופית, כאשר התזרימים הינו 2.5 מיליון ₪, מחיר ההון הינו 19.1% ושיעור הצמיחה הקבוע הינו 1.5%.

(4) נכון ליום ה-31/12/2020, בהנחה שהתזרימים מתקבל בממוצע באמצע השנה.

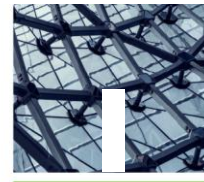
(5) מחיר ההון בו הונו תזרימי המזומנים הינו 19.1% לשנה. מחיר הון זה הוא מחיר הון התואם את תזרימי המזומנים, כאשר אלה מנוטרלים מתשלומי מס חברות. מחיר הון זה הינו אקוויולנטי למחיר הון של 14.8% לשנה, בהינתן שתזרימי המזומנים אינם מנוטרלים מתשלומי מס חברות. לתחשיב מפורט של מחיר ההון ראה/י נספח ח' להלן.

7. ניתוח רגישות

בתרחישים שונים של סטייה מתחזית המכירות ושל מחיר ההון התואם את פעילות החברה בנטרול מס, שווי ההוגן של הפעילות נע בין כ-8.4 מיליון ₪, בתרחיש בו ישנה סטייה שלילית של 10% מהתחזית ומחיר ההון נאמד בכ-21% לשנה; לבין כ-22 מיליון ₪, בתרחיש בו ישנה סטייה חיובית של 10% ומחיר ההון נאמד בכ-17% לשנה, כדלקמן:

טבלה 17: שווייה ההוגן של פעילות סולו בתרחישים שונים של סטייה מתחזית המכירות ומחיר ההון בנטרול מס (באלפי ₪)

סטייה מתחזית המכירות						
10%-	5%-	0%	5%	10%		
8,406	10,719	13,032	15,345	17,658	21%	מחיר הון לפני מס
8,792	11,234	13,677	16,119	18,562	20%	
9,158	11,724	14,290	16,856	19,422	19.2%	
9,702	12,452	15,201	17,950	20,699	18%	
10,246	13,178	16,110	19,043	21,975	17%	



נספח ו' – הערכת השווי קונקור

1. מסגרת כללית

הערכת השווי של קונקור, התבצעה על בסיס תחזית הכנסות והוצאות של השותפות לשנים 2021-2025 שנתקבלה מידי הנהלת המזמינה (להלן: "תחזית קונקור").

כפי שנמסר מהנהלת החברה, תחזית קונקור תואמת את תכנית העבודה של קונקור שאושרה על ידי הנהלת מזמינת העבודה עבור קונקור לשנת 2021 ולציפיות הנהלת קונקור לשנים 2022-2025.

2. תוצאות הפעילות העסקית לשנים 2016-2020

במהלך השנים 2016-2017 מחזור המכירות של השותפות צמח מכ-9.7 מיליון ₪ לכ-12.2 מיליון ₪. במהלך השנים 2018-2020 חלה ירידה מחזור המכירות בהדרגה עד לכ-6.9 מיליון ₪ בשנת 2020 ואשר משקפת ירידה בשיעור שלילי שנתי ממוצע של כ-17% בשנים אלה.

הרווחיות הגולמית במהלך השנים 2016-2017 שמרה על יציבות ונעה בין 27%-28%. החל משנת 2018 חלה שחיקה ברווחיות הגולמית אשר עמדה על כ-20.4% בשנת 2018. בשנת 2019 הרווחיות הגולמית הפכה לשלילית ועמדה על שיעור שלילי של כ-10.8% בשנת 2020 עלתה הרווחיות הגולמית לכ-12.4%.

במונחי תפעול, החברה הצליחה לצמצם את עלויות ההנהלה והכלליות שלה אשר ירדו מכ-2.4 מיליון ₪ בשנת 2016, לכ-465 אלפי ₪ בשנת 2020. בהתאמה הרווח לפני מס של החברה צמח מכ-61 אלפי ₪ בשנת 2016, לכ-345 אלפי ₪ בשנת 2020.

טבלה 18: הכנסות, רווח גלמי, EBITDA ורווח לפני מס לשנים 2016-2020 (אלפי ₪)

	2020	2019	2018	2017	2016
מכירות	6,913	7,200	11,482	12,168	9,690
צמיחה	-4.0%	-37.3%	-5.6%	25.6%	
עלות המכר	6,054	7,974	9,133	8,750	7,033
רווח גלמי	859	-774	2,349	3,418	2,657
רווחיות גולמית	12.4%	-10.8%	20.5%	28.1%	27.4%
מכירה ושיווק	0	0	0	78	97
הנהלה וכלליות	465	450	1,330	2,573	2,432
EBITDA	394	-1,224	1,019	767	128
פחת והפחתות	49	64	-	173	67
רווח לפני מס	345	-1,288	1,019	594	61

3. תחזית EBITDA לשנים 2021-2025

על פי תחזית הפעילות של קונקור, בשנת 2021 צפויות מכירות החברה לגדול בשיעור הנאמד בכ-1.3%. במהלך השנים 2022-2025, צפויות הכנסות החברה לצמוח ולהגיע ל-7.6 מיליון ₪. החל משנת 2026, שהינה השנה המייצגת, צפויות הכנסות החברה לצמוח בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.

ה-EBITDA צפוי לצמוח מכ-475 אלפי ₪ בשנת 2021, לכ-515 אלפי ₪ בשנת 2025.



טבלה 19: תחזית EBITDA לשנים 2021-2025 (אלפי ש"ח)

(1)2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
7,691	7,577	7,428	7,283	7,140	7,000	6,913	מכירות
1.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.3%	-4.0%	צמיחה
6,728	6,629	6,499	6,371	6,246.48	6,125	6,054	עלות המכר
962	948	930	911	894	875	859	רווח גלמי
12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	12.4%	רווחיות גולמית
0	0	0	0	0	0	0	מכירה ושיווק
439	433	424	416	408	400	465	הנהלה וכלליות
523	515	505	495	486	475	394	EBITDA

(4) שנת 2026 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה הינה שהחל משנה זו הכנסות החברה תצמחנה בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.

4. התאמות לשינויים בהון

4.1 הון חוזר

הנחת העבודה הינה שהיחס בין ההון החוזר למכירות יישאר בממוצע כ-6%.

4.2 CAPX ופחת

כפי שנמסר מהנהלת החברה, השותפות צפויה להשקיע כ-40 אלפי ש"ח בשנה בהון. הנחת העבודה היא שהוצאות הפחת צפויות לקזז את ההשקעות השנתיות לאורך שנות התחזית.

5. תזרים מזומנים חופשי

תזרימי המזומנים בנטרול מס חברות צפויים לצמוח מ-430 אלפי ש"ח בשנת 2021, לכ-466 אלפי ש"ח בשנת 2025. החל משנת 2026, תזרימי המזומנים החופשיים צפויים לצמוח בשיעור קבוע הנאמד בממוצע בכ-1.5% לשנה.

טבלה 20: תזרימי מזומנים מנטרלי מס חברות, 2021-2025 (אלפי ש"ח)

(1)2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	
523	515	505	495	486	475	394	EBITDA
40	40	40	40	40	40	49	פחת והפחתות
483	475	465	455	446	435	345	רווח תפעולי
40	40	40	40	40	40		בתוספת פחת
40	40	40	40	40	40		בניכוי השקעות
7	9	9	9	9	5		בניכוי שינויים בהון חוזר
476	466	456	446	437	430		תזרים חפשי

(4) שנת 2026 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה הינה שהחל משנה זו תזרימי החברה יצמחו בשיעור קבוע הנאמד בכ-1.5% לשנה.



6. הערכת השווי

שוויה ההוגן של הפעילות נאמד בכ-2.56 מיליון ₪, כמפורט להלן:

טבלה 21: תחזית של תזרימי מזומנים מהוונים, 2021-2025 (אלפי ₪)

(1)2026	2025	2024	2023	2022	2021	
2,543 ⁽³⁾	466	456	446	437	430	תזרים חפשי ⁽²⁾
4.5	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	זמן ⁽⁴⁾
1,111	204	239	282	331	392	תזרים מהוון ⁽⁵⁾
2,559						שווי

(6) שנת 2026 הינה השנה המייצגת. הנחת העבודה היא שהחל משנה זו, התוצאות העסקיות ובכלל זה תזרימי המזומנים צפויים לצמוח על פני הזמן בממוצע, בכ-1.5% לשנה.

(7) תזרים חפשי בנטרול מס חברות.

(8) שוויה ההוגן של סדרה אינסופית, כאשר התזרים הינו 476 אלפי ₪, מחיר ההון הינו 20.2% ושיעור הצמיחה הקבוע הינו 1.5%.

(9) נכון ליום ה-31/12/2020, בהנחה שהתזרים מתקבל בממוצע באמצע השנה.

(10) מחיר ההון בו הונו תזרימי המזומנים הינו 20.2% לשנה. מחיר הון זה הוא מחיר הון התואם את תזרימי המזומנים, כאשר אלה מנוטרלים מתשלומי מס חברות. מחיר הון זה הינו אקוויולנטי למחיר הון של 14.8% לשנה, בהינתן שתזרימי המזומנים אינם מנוטרלים מתשלומי מס חברות. לתחשיב מפורט של מחיר ההון ראה/ינספח ח' להלן.

7. ניתוח רגישות

בתרחישים שונים של סטיה מתחזית המכירות ושל מחיר ההון התואם את פעילות החברה בנטרול מס, שווי ההוגן של הפעילות נע בין כ-1.9 מיליון ₪, בתרחיש בו ישנה סטיה שלילית של 10% מהתחזית ומחיר ההון נאמד בכ-22% לשנה; לבין כ-3.4 מיליון ₪, בתרחיש בו ישנה סטיה חיובית של 10% ומחיר ההון נאמד בכ-18% לשנה, כדלקמן:

טבלה 22: שוויה ההוגן של פעילות סולו בתרחישים שונים של סטיה מתחזית המכירות ומחיר ההון בנטרול מס (באלפי ₪)

סטיה מתחזית המכירות						
10%-	5%-	0%	5%	10%		
1,916	2,134	2,352	2,569	2,787	22.0%	מחיר הון לפני מס
2,005	2,234	2,463	2,692	2,921	21.0%	
2,082	2,320	2,559	2,797	3,036	20.22%	
2,214	2,469	2,724	2,979	3,234	19.0%	
2,337	2,608	2,878	3,149	3,419	18.0%	



נספח ז' - מחיר ההון

מהניתוח שערכנו עולה כי מחיר ההון התואם את חברת סיסנת והחברות הבנות כאשר תשלומי מס החברות אינו מנוטרל, נאמד בכ-14.75% לשנה. מחיר ההון המתואם לנטרול תשלומי המס משתנה בין החברות בהתאם למפורט בטבלה 23 להלן.

ממשלתי שקלי ל-30 שנה, Factset	1.83%	r_f
נתוני דמודרן לחברות Computer -I Software system and application Services	0.98	β_{UL}
מינוף של הביטא הלא ממונפת	1.07	β_{UL}
נתוני דמודרן לשוק הישראלי	5.4%	$E[r_m] - r_f$
נתוני Duff Phelps עשירון תחתון	8.0%	DP
הצבת נתונים במשוואה (3)	16.0%	r_{equity}
הערכה של החברה	4.5%	r_d
נתוני דמודרן לחברות Computer -I Software system and application Services	14.3%	w_d
נתוני דמודרן לחברות Computer -I Software system and application Services	85.7%	w_e
רשות המיסים בישראל	23%	tax
הצבת נתונים במשוואה (4)	14.8%	WACC

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

קונקור	תדיעד	טסנת	סיסנת סולו	
14.65%	14.65%	14.65%	14.65%	מחיר הון לא מתואם
20.22%	18.79%	19.17%	19.14%	מחיר הון מתואם



נספח ח' – מעריך השווי

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

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

במהלך 15 השנים האחרונות גיל ביצע מנעד רחב של הערכות שווי, לרבות פעילויות עסקיות ומניות של חברות, אופציות לעובדים, ניירות ערך קונצרניים מורכבים, נגזרי אשראי, נגזרי ריבית ועוד, עבור חברות פרטיות וציבוריות, בנקי השקעות ובנקים מסחריים מישראל, ארה"ב, קנדה, אוסטרליה, ניו זילנד וגרמניה.

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



נספח ט' – על הפירמה

ClearStructure

ClearStructure הינה פירמת מומחים בתחום ה Corporate finance.

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

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

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

לפירמה שתי שותפויות אסטרטגיות למתן שירותים בארצות אירופה דוברות הגרמנית:

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

תחומי פעילות עיקריים

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

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

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

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

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



גאים ביכולתנו לעבוד בסביבות עבודה משתנות ולהתאים את גישתנו לסביבה עוינת או ידידותית ולנקוט גישה פרו אקטיבית בהתאם לסיטואציה ולתוצאה הרצויה.

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



- **מחקר ופיתוח (R&D)** – חברת הבת ClearStructure Labs פועלת בביצוע של מחקר יישומי בתחומי ה Corporate finance ומתמקדת בפיתוח של מודלים פיננסיים כמותיים וטכנולוגיות נלוות.