



**רשות ניירות ערך**  
**ISRAEL SECURITIES AUTHORITY**

**מחלקת תאגידיים**

**יחידת הביקורת**

**דוח ממצאים – ביקורת בנושא בחינת ירידת ערך מוניטין בחברה תעשייתית**

יולי 2019

**הקדמה**

כחלק מהבדיקות המבוצעות על ידי יחידת הביקורת של מחלקת תאגידיים בשיתוף מערך הערכות שווי ופיתוח שוק, נערכה במהלך החודשים האחרונים בחינה בנוגע לסבירות ההנחות העיקריות שנלקחו בחשבון במסגרת הערכת שווי של פעילות תעשייתית ("הפעילות") המוחזקת על ידי חברה ציבורית. הערכת השווי שימשה לקביעת הסכום בר ההשבה, במסגרת בחינת ירידת ערך לשווי הפעילות שבוצעה על ידי החברה.

דוח ממצאים זה מפרט את הסוגיות שעלו במסגרת הביקורת ואת עמדת סגל הרשות בקשר אליהן, וזאת במטרה להביא בפני ציבור התאגידיים המדווחים את עמדות סגל הרשות בעניינים אלה ועל ידי כך, לתרום לשיפור התנהלותם ולטיוב הדרך שבה יישמו את הוראות הדין (Best Practice).

להלן ממצאי הביקורת שעלו במסגרת הבחינה כאמור:

**סוגיות שעלו במסגרת הביקורת**

**1. היעדר ביסוס לתחזית החברה**

**1.1. תחזית הכנסות**

מסקירת הערכות שווי פעילות שצורפו בשנים האחרונות לדוחותיה העיתיים של החברה הונח שיפור משמעותי בתחזית הכנסות של הפעילות. זאת, באופן שאינו עולה בקנה אחד עם ביצועי העבר של הפעילות. תופעה זו התקיימה במסגרת מספר הערכות שווי, שבכולן הונחה עלייה משמעותית בהכנסות, אשר לא הושגה בפועל בחלוף הזמן.

כך לדוגמה, נמצא כי במסגרת הערכות השווי הונח, בכל תקופות ההערכה, שהכנסות הפעילות בשנה המייצגת יהיו גבוהות בכ-30% מממוצע הכנסות בשלוש השנים שקדמו להערכה. זאת, על אף מגמת ירידה בהכנסות הפעילות בשנים האחרונות.

בשים לב לניתוח קצב הצמיחה של המכירות, החברה לא הרימה את הנטל ולא ביססה באופן ברור את שיעורי הצמיחה אשר עמדו בבסיס הערכת השווי למועד הקובע. החשיבות בביסוס כאמור מתחדדת בשים לב לשינוי המהותי שהונח, ובשים לב לפער הקודם בין התחזיות לבין התוצאות בפועל.

בין היתר, החברה לא הסבירה כיצד בכוונתה להגדיל את מכירותיה, תוך פירוט המכירות הצפויות ללקוחות חדשים, שיעור הגידול במכירות ללקוחות קיימים, כמו גם מתן הסברים בנוגע להשפעה של עזיבת לקוחות קיימים ביחס לגיוס לקוחות חדשים, שינויים טכנולוגיים, התייחסות למתחרים ולתמהיל המוצרים וכיוצא באלה.

לעמדת סגל הרשות, החטאת התחזיות לכיוון של "אופטימיות" יתר מעלה סימני שאלה לגבי סבירותן והאפשרות להיתכנותן למועדי הערכות השווי. במצב בו תחזיות מתבררות תקופה אחר תקופה כתחזיות אופטימיות מדי, לעמדת סגל הרשות יש לנקוט במשנה זהירות בכל הנוגע להנחה של תחזיות המעידות על שיפור מהותי הן בשורת ההכנסות והן בשורת הרווח. ככל שחברה בוחרת להציג קצב צמיחה אשר אינו עולה בקנה אחד עם ביצועי החברה בעבר, הרי שעליה לבסס את הנחותיה כדבעי, תוך מתן גילוי אשר יאפשר לקוראי הערכת השווי להבין ולנתח את הנחותיה.

## **1.2. תחזית רווח תפעולי**

במסגרת הערכת השווי הונח שיפור משמעותי מאוד בשיעור הרווח התפעולי של הפעילות המוערכת ביחס לשיעורי הרווח התפעולי בפועל. טווח הרווח התפעולי שהונח בשנה המייצגת, בהערכת השווי למועד הקובע וכן במסגרת בהערכות השווי הקודמות, היה גבוה במאות אחוזים משיעור הרווח התפעולי של הפעילות בשנים קודמות. כך, למשל, בהערכת השווי האחרונה שצורפה לדוחותיה הכספיים של החברה (טרם ביצוע הביקורת), הרווח התפעולי שהונח לשנה המייצגת היה גבוה בלמעלה מ-**200%** מממוצע שיעור הרווח התפעולי בשלוש השנים שקדמו למועד ההערכה.

לטענת החברה, הסיבה המרכזית לגידול בשיעור הרווחיות של החברה הינה הצמיחה בהכנסות וכן בשל העובדה שחלק משמעותי מתוך הוצאות התפעול של החברה מהווה הוצאות קבועות. על כן, הגידול במכירות ובהכנסות לאורך שנות התחזית מתבטא בשיפור ברווחיות התפעולית וזאת ללא מתן גילוי בנוגע לשיעור העלויות הקבועות והמשתנות ביחס להיקפי הייצור של החברה וללא הסבר בנוגע לשיעור הרווח התפעולי בענף.

בנוסף, ציינה החברה כי שינויים לטובה בתמהיל הלקוחות, בתהליכי הייצור, בשילוח, בקידום מכירות, ובעמלות הסוכנים אמורים לשפר גם הם את שיעור הרווחיות התפעולית וזאת בסתירה למגמת הרווחיות של הפעילות בשנים האחרונות.

בהיעדר ביסוס נוסף, עלתה השאלה שבהנחה שלא חל שינוי דרמטי בניהול הפעילות, לא ברור מדוע צעדי התייעלות אלה לא ננקטו כבר לפני מספר שנים או שלחילופין כבר ננקטו אך לא הניבו שיפור מצופה ואף לא ברור היה מדוע החברה תהנה מיתרונות לגודל שלא הושגו על ידה בעבר.

מעבר לכך, וככל שהפעילות נהנית מיתרון ברור ומובהק לגודל, היה מצופה כי גם מתחרותיה של החברה ישיגו שיעורי רווחיות הדומים לאלה שהונחו, ואף גבוהים מכך, ובנוסף, היה מצופה שגם בראייה היסטורית הפעילות תדגים שיעורי רווחיות גבוהים כאמור בשנים בהם הכנסותיה היו גבוהות יחסית, דבר אשר לא הושג בפועל.

בין היתר, יצוין כי לצורך אמידת הביתא במסגרת שיעור ההיוון, הערכת השווי הביאה בחשבון מספר חברות השוואה. עם זאת, חברות כאמור לא הובאו בחשבון לצורך בחינת סבירות שיעור הרווח התפעולי שהונח לטווח הארוך. חשיבות האמור מקבלת משנה תוקף בשים לב לשיפור המהותי שהונח בתוצאות החברה. מעבר לכך, וכמפורט להלן, חלק מהשיפור בשיעור הרווחיות התפעולית נבע מרמת השקעות הוניות נמוכה יחסית, אשר הביאה גם להיקפי פחת נמוכים יותר.

## **2. היעדר ביסוס להיקף השקעות ההוניות הנדרשות בטווח הארוך**

במסגרת הערכת השווי הונח כי בטווח הארוך סך השקעות ההוניות של הפעילות (CapEx) יהיה נמוך בכ-40% ממוצע השקעות ההוניות שבוצעו בפועל בעשר השנים האחרונות. החברה טענה כי השקעות ההוניות בעשור האחרון התמקדו בפיתוח קווי ייצור למוצרים חדשים, והן אינן מעידות על השקעות ההוניות שיבוצעו בעתיד. זאת, לאור העובדה שהחברה פועלת בענף תעשייה מסורתי אשר לא חלים בו שינויים טכנולוגיים ולפיכך, בניגוד למגמת השקעות ההוניות בעשור האחרון, החברה אינה צופה השקעות הוניות משמעותיות נוספות (מעבר לשמירה על הקיים בטווח הארוך).

עם זאת, במסגרת הערכת השווי, לא ניתן גילוי המסביר ומנתח את ההנחות האמורות. כך לדוגמה, השקעות ההוניות שנעשו בעבר התייחסו לפיתוח של דורות נוספים של מוצרים שאותם מייצרת החברה. בנוסף, לפי הנתונים שנתקבלו מאת החברה במסגרת הליך הביקורת נראה כי אחת למספר תקופות מתבצעת על ידה השקעה בטכנולוגיה חדשה, וכן קיימים ביקושים הולכים וגוברים מצד לקוחותיה, שבעבורם היא מייצרת בעיקר מוצרי Private Label, למוצרים שיוצרו בטכנולוגיות הייצור החדשות (כאשר היו קיימים מספר דורות של טכנולוגיות). על פניו, בחירת השנה המייצגת בתקופה שבה לא צפוי פיתוח של דור חדש, מביאה להפחתה בהיקף ה-CapEx בשנה המייצגת, וזאת חלף בחינה בראייה של ממוצע לאורך מספר תקופות.

מעבר לאמור, במסגרת הערכת השווי לא ניתן הסבר בנוגע לתמהיל המוצרים וכושר הייצור הנוכחי של החברה, לרבות בנוגע ליכולתה של החברה לעמוד בביקושים העתידיים למוצרי החברה השונים שהונחו בטווח הארוך, וזאת ללא השקעה הונית מהותית בהרחבת קווי הייצור או בטכנולוגיות נוספות, כמו גם בנוגע לשינויים בביקושים למוצרי החברה השונים, בדגש על מעבר למוצרים בטכנולוגיות מתקדמות יותר. כמו כן, לא נעשתה השוואה לרמות ההשקעה ההונית שהונחו ביחס לחברות מתחרות.

לעמדת סגל הרשות, החברה לא הרימה את הנטל וביססה מדוע לא תידרש להשקעות הוניות בעתיד בהיקף דומה לזה שנעשה על ידה בממוצע בעבר. החשיבות בהכללת התייחסות כאמור מקבלת משנה תוקף בשים לב לקיטון המשמעותי שהונח בהשקעות ההוניות, ולשיפור שנוצר כתוצאה מכך (באמצעות הוצאות הפחת) בשיעור הרווח התפעולי.

### **3. השלכות הביקורת**

כחלק מהליך הביקורת, בחרה החברה לעדכן את ההנחות אשר עמדו בבסיס הערכת השווי למועד הקובע. עדכונים אלה הביאו להפחתה בשווי הפעילות.

ההנחות שעודכנו כללו, בין היתר, הנחות שנגעו לשיעור הצמיחה בהכנסות החברה; לשיעור הרווחיות התפעולית בשנה המייצגת; וכן, לסך ההשקעות ההוניות החזויות בשנה המייצגת. זאת, לצד הרחבת הביסוס להנחות המהותיות אשר הוצגו בהערכת השווי העוקבת ואשר עמדו בבסיסה.

\* \* \*