

**חוות דעת מומחה – הערכת שווי כלכלית של מחיר מניית חברת רג'נסי במסגרת תביעה
ייצוגית המערערת על מחיר המניה שהוצע בהצעת רכש מטעם קבוצת חג'ג', בעלת השליטה**

בחברה

שמי ד"ר מאיר אמיר, ת.ז. 006488100, יועץ כלכלי.

אני הבעלים של חברת ד"ר מאיר אמיר ושות' בע"מ, חברה לייעוץ כלכלי הפועלת משנת 1992.
כתובת החברה: רחוב ויזל 21 תל אביב.

נתבקשתי על ידי עורך דין רוני עדיני להכין חוות דעת של מומחה כלכלי שתוגש במסגרת תביעה ייצוגית לבית המשפט המחוזי בתל אביב. (בית המשפט הכלכלי) אותה מגיש התובע הייצוגי רואה חשבון יוסי שביט (להלן **התובע**), בעל מניות בחברת רג'נסי ירושלים בע"מ (להלן **החברה**) כנגד חברת חג'ג' ייזום נדל"ן בע"מ (להלן **המציעה**) שפרסמה הצעת רכש (להלן **ההצעה**) לרכישת כל מניות הציבור בחברה.

התובע הוא כאמור בעל מניות בחברה. המחיר הנקוב למניית החברה שאותו הציעה המציעה, 20 אג' למניה, נראה לתובע כמחיר נמוך מאד, אולי אפילו מגוחך, שאינו משקף את שווייה הכלכלי האמיתי של החברה. לכן כמובן בחר שלא להענות להצעת הרכש.

כך גם חשב רובו הגדול של ציבור המשקיעים בחברה. מתוך 380,288,490 מניות החברה, החזיקה המציעה בעלת השליטה בכ – 90% ממניות החברה, 342,259,641 מניות. מספר המניות שלא בידי בעלי השליטה הוא לפיכך 38,028,849. דא עקא, שמתוך מספר זה 18,555,555 הוחזקו על ידי חברת מודגל, שללא היענותה להצעת הרכש, הצעת הרכש לא הייתה מצליחה. יצוין כי כבר בשלב פרסום הצעת המכר, ב- 22 בינואר 2014, הודיעה חברת מודגל כי בכוונתה להענות להצעת הרכש, במחיר המוצע של 20 אג' למניה.

מדובר בצעד תמוה, בלשון המעטה, שכן שווי המניה האמיתי והנכון הוא כמובן גבוה יותר, כפי שנוכח בהמשך. אם נוריד את מניות חברת מודגל בחברה, נמצא כי הציבור הרחב החזיק ב- 19,473,294 מניות של החברה, במועד הצעת הרכש ומתוך מספר זה רק 2,967,556 מניות, המהווים 15% בלבד מקרב מניות הציבור בחברה, נענו להצעה.

הציבור, אם כך, "הצביע ברגליו" כאשר לא נענה להצעת הרכש הזאת וחוות דעתנו תוכיח את ההיגיון הכלכלי שעומד מאחורי צעד זה. גם השוק לא הביע את אמונו במהלך הצעת הרכש של המציעה. בששת החודשים שקדמו למועד הגשת הצעת הרכש, עמד מחיר המניה הממוצע

של המניה, שהיתה כבר תקופה ארוכה¹ ברשימת השימור של הבורסה, על 16.22 אג' ובסמוך לפרסום הצעת הרכש הוא קפץ ל 24 אג' למניה, קפיצה של כמעט 50%, למחיר הגבוה ב 20% ממחיר הצעת הרכש.

אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית המשפט ואני מצהיר בזאת כי ידוע לי היטב שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר בשבועה בבית המשפט, דין חוות דעתי זו כשהיא חתומה על ידי כדין עדות בשבועה שנתתי בבית המשפט.

ואלה פרטי השכלתי:

1972 – תואר בוגר בכלכלה ופילוסופיה. האוניברסיטה העברית בירושלים.

1976 – תואר ד"ר בכלכלה. אוניברסיטת אילינוי ארה"ב.

ניסיוני המקצועי ותפקידים שמלאתי מאז השלמת לימודי:

1978-1982- כלכלן בכיר במשרד האוצר. מרכז צוות באגף התקציבים בנושאי תעשייה, חקלאות, ותיירות. חבר מועצת המנהלים של מפעלי ים המלח, פוספטים בנגב, מועצות ייצור חקלאיות והחברה הממשלתית לתיירות. תפקיד אחרון באוצר: הממונה על הסובסידיות.

1982-1984- סמנכ"ל לכלכלה ותכנון. קבוצת הביטוח הסנה.

1985- יועץ כלכלי למנהל המועצה לשיווק פרי הדר.

1986-1989- סמנכ"ל לכספים וכלכלה. תה"ל מהנדסים. בין היתר אחראי על המחלקה הכלכלית שמנתה כ- 10 כלכלנים בעלי תואר שני ושלישי שעבדו בעיקר בחו"ל בפרויקטים של הבנק העולמי.

1990-1992- משנה למנהל הרשות לפיתוח ירושלים. אחראי על גיוס הון, ניהול פרויקטים אורבנים, הקמת קרן הון סיכון, חממות מדע תעשיתיות ועשרות פרויקטים נוספים.

1992-2014- בעלים של חברה לייעוץ כלכלי. החברה ביצעה למעלה מ 400 פרויקטים כלכליים מיום הקמתה, כולם בוצעו אישית על ידי הח"מ. החברה עוסקת בהערכות שווי, הכנת תוכניות עסקיות, ליווי וניתוח פיננסי, תכניות הבראה, מתן חוות דעת מומחה לבתי משפט ומוסדות בוררות, בחינות מקרו של ענפי משק וכדאיות פרויקטים בחו"ל.

רשימת פרויקטים שבוצעו בשנים האחרונות, כולל קבצי PDF של עשרות פרויקטים וחוות

דעת שהוגשו לבית המשפט, ניתן למצוא באתר החברה: www.meiramir.co.il

¹ מאז יולי 2012

להלן רשימה חלקית של חוות דעת מומחה שכתבתי בשנתיים האחרונות:

1. חוות דעת למשרד האוצר – מכרז למתן שירותים גריאטרים. יחד עם ירום אריאב (לשעבר מנכ"ל משרד האוצר).
2. חוות דעת לאיגוד חברות הביטוח. תעריפי אשפוז סיעודי ותכניות ביטוח הוצאות רפואיות יחד עם פרופסור אביה ספיבק (לשעבר המשנה לנגיד בנק ישראל).
3. חוות דעת מומחה בודק לבית המשפט המחוזי בבאר שבע לפי הזמנת בית המשפט. בדיקת הסכם הפשרה בתביעה ייצוגית נגד קוקה קולה.
4. חוות דעת מומחה בתביעה נגזרת נגד הדירקטורים בדיסקונט השקעות בגין השקעתם הכושלת בעיתון מעריב (חוות הדעת מומנה על ידי הרשות לניירות ערך).
5. חוות דעת מומחה למשכן לבוררות ופתרון סכסוכים ע"פ הזמנת השופט בדימוס בועז אוקון, בקשר עם הליך בוררות בין חברת ניטרון מקבוצת שיכון ובינוי לחברה להשבת קולחים חדרה.
6. חוות דעת מומחה לבית המשפט הכלכלי בתל אביב בהקשר של תביעת נאמני האג"ח של בזק נגד מנהלי החברה בגין חלוקת דיבידנדים שלא מרווח.
7. חוות דעת מטעם התובעים בתביעה ייצוגית נגד תנובה בקשר למחיר הקוטג'. (חוות הדעת מומנה על ידי משרד המשפטים).
8. חוות דעת מומחה בקשר לתביעה נגזרת נגד הדירקטורים בחברת חבס בגין חלוקת דיבידנדים (חוות הדעת המליצה נגד הגשת תביעה).
9. חוות דעת כלכלית לאיגוד חברי הבורסה שאינם בנקים (ברוקרים פרטיים). יחד עם ירום אריאב.
10. חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בתל אביב בקשר לתביעה שעניינה זכויות חכירה בגוש הגדול בת"א.
11. חוות דעת מומחה בבוררות שהתנהלה במשכן לבוררות ופתרון סכסוכים אצל השופט ורדי זילר ז"ל – תביעה של חברת מעגן התפלה נגד חברת GES מקבוצת גרנית הכרמל.
12. חוות דעת עבור המפרקים של חברת קווי אשראי באשר לעסקות חברות הנפט שנעשו בשנים 1995-97 (ישראמקו, אקוויטל, יואל).

13. חוות דעת עבור ההסתדרות וועדי הנמלים בחיפה ואשדוד, שהוגשה לבית הדין הארצי לעבודה, באשר לרפורמת הנמלים המתוכננת והשפעתה על שכרם ותנאי העסקתם של עובדי הנמלים (יחד עם פרופסור אביה ספיבק).
14. חוות דעת מומחה בתביעה נגזרת נגד חברת בתי הזיקוק בע"מ בגין הצגה חלקית ומטעה במאזניה ובהודעותיה לבורסה של עסקות אשראי ספקים שנעשו בשנים 2012-2013.
15. חוות דעת לחברת חישולי כרמל, חברת בת של תאגיד UTC האמריקאי, בקשר לשומת מס שהושתה על החברה על ידי מס הכנסה.
16. חוות דעת מומחה כלכלי שתוגש לבית המשפט המחוזי בירושלים בתביעה שתוגש בעקבות סכסוך בין הבעלים של מלון שלום ואולם נוף בירושלים

חוות דעת זאת מתבססת על המסמכים כמפורט להלן:

- מאזן מבוקר של החברה לשנת 2012
- מאזן לא מבוקר של החברה לרביע השלישי של שנת 2013
- מאזן מבוקר של המציעה לשנת 2012
- מאזן לא מבוקר של המציעה לרבעון השלישי של שנת 2013
- תשקיף של החברה לגיוס אג"ח ומניות מנובמבר 2013
- מצגת של החברה לקראת גיוס אג"ח שפורסמה באתר הבורסה לניירות ערך דצמבר 2013 בנוסף לכך קיימתי מספר פגישות והתייעצויות עם התובע הייצוגי, רואה חשבון מנוסה וותיק, שמכיר היטב את החברה, את המציעה ואת שוק הנדל"ן למגורים ולעסקים בגוש דן. התובע גם הכין לבקשתי תחשיבי עזר והערכות שונות שאותן בחנתי בבואי לכתוב את חוות דעת זאת. כן המציא לי התובע מסמכים ששלח באחרונה לחברה שעניינם מחיר המניה, סוגיית אי סחירות מנייתה והעברתה לרשימת השימור².

מטרת חוות הדעת ומבנה חוות הדעת

² מניית החברה נמצאת כאמור ברשימת השימור מיולי 2012 והיא עלולה להימחק בתוך חצי שנה

בתחילת חודש פברואר 2014, פנו אלי עורך דין רוני עדיני והתובע בבקשה כי אשקול כתיבת חוות דעת מומחה לבית המשפט שתוגש במסגרת תביעה ייצוגית ששקל התובע להגיש, מתוקף התנגדותו למחיר המניה הנקוב בהצעת הרכש, כאמור 20 אג' בלבד.

לפני שנתתי את הסכמתי לכתוב חוות דעת מומחה כבקשתם, הקדשתי זמן לא מועט ללימוד ראשוני של המאזנים ודוחות המנהלים של החברה ושל המציעה, כדי לבחון אם יש בסיס כלכלי מוצק לטענת התובע, לפיה מחיר המניה המוצע בהצעת הרכש נופל, בשיעור גבוה מאד, מהשווי הכלכלי של המניה.

למעשה נדרשתי לבצע בהליך מזורז ובלו"ז קצר הערכת שווי לחברה, למועד ינואר 2014, מועד הצעת הרכש, כאשר המידע שעליו אתבסס נמצא במאזן החברה המבוקר לשנת 2012 והמאזן הלא מבוקר לרבעון השלישי של שנת 2013 בצרוף מסמכים והודעות שהעבירה החברה לבורסה, כולל הצעת הרכש עצמה, מאז פרסום המאזן האחרון.

לאחר שלמדתי את הנושא די צרכי, הסכמתי לכתוב את חוות דעתי שעליה שקדתי באופן אינטנסיבי בימים שחלפו מאז.

דרכי בכתיבת חוות דעת זאת, כפי שאני נוהג בכל חוות דעת שאני מכין, תהיה שמרנית, מדודה וזהירה.

אתבסס רק על תחזית תזרים המזומנים לשנתיים הקרובות ואנתח רק את שווי של הפרויקטים הידועים ליום המאזן האחרון, דהיינו 30 לספטמבר 2013. לא אכלול בתחשיבי אף לא פרויקט נוסף מלבד שבעת הפרויקטים שאותם מציגה החברה בדיווחיה הכספיים. אתבסס רק על הערכות הרווח, כפי שפרסמה אותם החברה בדיווחיה, ורק באשר לפוטנציאל רווח נוסף, מפרויקטים קיימים כאמור, אבצע הערכת שווי על דעתי אני, בצורה זהירה, שכן החברה לא פרסמה עדיין את הערכתה לשוויים של אותם רווחים נוספים שיש להם כמובן השפעה מהותית על לשווייה. וגם לגבי אותם פרויקטים, אתבסס על מחירי שוק ועסקות דומות שנעשו.

על בסיס הניתוח המפורט והזהיר שיוצג להלן אוכית, לדעתי, כי מחיר המניה למועד ינואר 2014 היה צריך להיות 56.2 אג' ולא 20 אג', כפי שנקבע בהצעת הרכש, ולכן על החברה לפצות את כל בעלי המניות שלא נענו להצעת הרכש, כאמור 16,505,738 מניות, בסכום נוסף של 36.2 אג' למניה, המסתכם בסך של 5,966,954 ₪.

מבנה חוות הדעת יהיה כדלקמן:

בפרק א אתן סקירה על החברה, על ההיסטוריה העסקית שלה, מאז ראשית שנת 2012 שבה רכשה המציעה את השליטה בה וכן אציג את הפרויקטים שאותם יזמה וקדמה החברה, כולם פרויקטים שניזומו לאחר כניסת בעלי השליטה לחברה.

בפרק ב אציע הערכת שווי לחברה המתבססת על ההון העצמי שהיה לה במועד המאזן האחרון שפורסם, 30 בספטמבר 2013, בצרוף אומדן של רווחים עתידיים מהוונים נטו, לאחר הוצאות, על בסיס הערכות החברה וכן אאמוד את הרווחים הצפויים מפרויקטים שעליהם עדיין לא דיווחה החברה על צפי הרווחים מהם.

בפרק ג אביא הערכת שווי בשיטת תזרים המזומנים המהוון, DCF, לשנתיים הקרובות, הנשען אף הוא על נתוני החברה ועל דוחותיה, כולל אומדן תזרים המזומנים שהיא פרסמה במסגרת דוח המנהלים שצורף למאזן האחרון מה- 30 בספטמבר 2013³, כולל התאמות ואומדנים נדרשים במקום שבו לא פרסמה החברה עדיין את אומדניה.

בפרק ד אביא דברי סיכום לחוות דעתי.

להלן חוות דעתי:

³ עמוד 31 בדוח הכספי מ- 30 בספטמבר 2013

פרק א – היסטוריה קצרה של החברה וניתוח הפעילות העסקית שלה עד ל 30 ספטמבר 2013

1. האחים עידו ויצחק חגיג הם בעלי השליטה במציעה, שהיא חברה ציבורית ותיקה. המציעה רכשה את השליטה בחברה בסוף שנת 2011 ומאז היא פועלת בתחום הנדליין, בעיקר בתחום ארגון קבוצות רכישה בפרויקטים של מגורים, מסחר ומשרדים בגוש דן. החברה הפכה לחברה ציבורית בשנת 1993 ומשנמכר הנכס העיקרי שלה דאז, מלון היאט רגינסי בהר הצופים בירושלים, במסגרת הסדר נושים בסוף שנת 2010, היא הפכה לשלד בורסאי שאותו רכשה המציעה בעסקת רכישה והנפקת מניות שהפכה אותה לבעלת 90% ממניות החברה.
2. למציעה, ובעיקר אמורים הדברים באחים עידו ויצחק חגיג, יש ניסיון עסקי רב ומוניטין טוב בתחום הנדליין בארץ, ביזמות נדליין בכלל וביזמות נדליין של גיבוש קבוצות רכישה בפרט..
3. הנה כי כן, לפעילות של קבוצת חגיג' במסגרת החברה הציבורית שבשליטתם, המציעה, ולפעילות הנדליין הענפה שהם מפעילים באופן אישי, הצטרפה גם הפעילות בחברה, החל מראשית שנת 2012, עת רכשו את השליטה בחברה.
4. לאחר רכישת השליטה בחברה החלה פעילות ארגון קבוצות רכישה, בעיקר באזורי הביקוש של גוש דן. ארגון קבוצת רכישה הוא פלח שוק מאד תחרותי בתחום ייזום הנדליין. היזם המארגן מזהה הזדמנויות עסקיות במתחמי קרקע באזורי ביקוש, פריים לוקשיין, שבהן כבר קיימת תוכנית בנין עיר בתוקף וניתן, בקלות יחסית, להוציא היתר בניה. היזם בדרך כלל מקבל אופציה לארגון קבוצת רכישה מבעל הנכס, בתשלום ולתקופה של מספר חודשים שבסופה הוא אמור לבצע עסקת מכר, דהיינו רכישת הנכס המדובר, עסקה שבה משתתפים כל החברים בקבוצת הרכישה שארגן היזם, כל אחד על פי חלקו, כולל היזם המארגן עצמו, אם יבחר להיות חבר בקבוצת הרכישה אותה ארגן.
5. ואכן ברוב קבוצות הרכישה שארגנה החברה מאז כניסת בעלי השליטה הנוכחיים לפעילות בראשית שנת 2012, 5 מתוך 7 פרויקטים של ארגון קבוצות רכישה שהושלמו במהלך שבעת הרבעונים הראשונים, בין ינואר 2012 לספטמבר 2013 החברה רכשה זכויות בקבוצות הרכישה שארגנה. את הזכויות הללו החברה נוהגת למכור עוד לפני תחילת עבודות הבניה או במהלכם, למעט פרויקטים שהיא מתכוונת להחזיק בהם לאורך שנים.

6. ההכנסות של החברה מארגון קבוצות רכישה נקראות "דמי סיחור" שאותם היא מקבלת מהחברים בקבוצת הרכישה עבור הארגון והיזום של הפרויקט. בנוסף, יש לחברה הכנסות, למעשה רווחים, ממכירת הנכסים שאותם רכשה לעצמה בעת ארגון קבוצת הרכישה. הפרקטיקה החשבונאית המקובלת היא להכיר בהכנסות מדמי הסיחור במקביל להתגבשות העסקה: עם קבלת הזכות בקרקע בעת חתימה על הסכם המכר, עם קבלת אישור הבנק למימון הפרויקט ועם החתימה הסופית על הסכמי ההלוואה עם הבנק, מועד שבו מוכרים בשלמותם כל דמי הסיחור כהכנסות בחברה, בדרך כלל עוד לפני מועד התחלת הבניה. הרווחים ממימוש הזכויות של החברה בפרויקטים (להבדיל מדמי הסיחור מחברי הקבוצה) נרשמים רק עם מכירת הנכסים והזכויות בפועל, אך לחברה יש כמובן מידע שוטף לגבי שוויים של רווחים אלו, המשקפים את דמי הסיחור שקבלה עבור ארגון קבוצת הרכישה ואת הצפי באשר מחירי הנדל"ן במתחם הרלבנטי.
7. אלו בתמצית הם עקרונות הפעילות של קבוצות רכישה שהחברה היא אחד הגורמים המובילים בתחום זה בגוש דן. את הקרקעות לביצוע עסקת ארגון קבוצת הרכישה החברה רוכשת במכרזים, או מבעלים באמצעות מנגנון קבלת אופציה או במסגרת הליכים משפטיים שבהם מוצעות זכויות בקרקע בהליך תחרותי.
8. בעת רכישת השליטה בחברה היה לה נכס נדל"ני בודד בטבריה, שבו אין פעילות כרגע. מלבד ארגון קבוצות רכישה נכנסה החברה כמשקיעה בחברת הד מסטר שבה רכשה החברה 50% ממניותיה. לחברת הד מסטר כ- 80% מזכויות הבניה בפרויקט במתחם שד"ל, שבו מתוכנן להבנות מגדל מגורים, משרדים, מלונאות ומסחר, ובכוונת הד מסטר לפנות ולהגדיל את אחוזי הבניה בפרויקט. כן רכשה החברה בעצמה זכויות נוספות במסגרת מתחם שד"ל. המהווים חלק מהפרויקט. עבודות החפירה בפרויקט כבר עומדות להתחיל ומדובר בפרויקט בעל פוטנציאל רווח מהותי, לאור המיקום האטרקטיבי שלו.
9. הנה טבלה המרכזת את תמצית המידע על שבעת הפרויקטים הראשונים שהצליחה החברה לארגן, כולם פרויקטים של קבוצות רכישה, שבכולם הושלמה עבודת ארגון קבוצת הרכישה, משמע נחתמו הסכמים לרכישת כל הזכויות בקרקע והפרויקטים

נמצאים בשלב השלמת המימון הפיננסי בבנקים :

התפלגות רווחים בפרויקטים של קבוצות רכישה. באלפי ₪					
רווח נוסף ממכירת הנכסים בפרויקטים	סה"כ הכנסה מדמי סיחור	הכנסה שתוכר בשנת 2014	הכנסה שהוכרה ל 9/13	שם פרויקט	מס' פרויקט
	17,000	14,750	2,250	הגוש הגדול	1
	11,000	6,900	4,100	איינשטיין	2
	19,900	14,925	4,975	רמת אביב ג	3
	21,000	21,000		כוכב הצפון	4
11,000	25,000	19,000	6,000	רסיטל	5
5,000	22,000	16,500	5,500	קריניצי	6
9,000	10,400	7,700	2,700	נתניה	7
25,000	126,300	100,775	25,525		סה"כ
3,571	18,043			הכנסה ממוצע לפרויקט עבור ארגון קבוצת רכישה	

10. החברה השכילה, בפרק זמן קצר של שנה ושלושת רבעי, שבעה רבעונים, לגבש ולהשלים עסקות בשבעה פרויקטים מורכבים של קבוצות רכישה, בקצב של פרויקט אחד בממוצע לרבעון. על הפרויקטים הללו אמורה החברה להרוויח, עם השלמת הסכמי המימון הבנקאי לשבעת הפרויקטים הללו, לא יאוחר מסוף שנת 2014, 126.3 מיליון ₪, שמתוכן הוכרו ונרשמו בספרי החברה רק 25.5 מיליון ₪. הטבלה נבנתה על בסיס נתונים מפורטים לכל פרויקט בנפרד המופיעים בדוח הכספי האחרון ל- 30 בספטמבר 2013.
11. ומעבר לכך, כאשר תשלים החברה את מכירת זכויותיה בשלושת הפרויקטים שבהם יש לה עדיין זכויות קנייניות (לא כולל פרויקט אינשטיין) היא תרשום רווח נוסף של 25 מיליון ₪, אף הוא צפוי ברובו להתממש, אם כי לא בהכרח, במרוצת השנתיים הקרובות.
12. אם נניח, על בסיס עיון בדוחות רווח והפסד של החברה, כי הוצאות המכירה, השיווק ההנהלה והכלליות של החברה עומדות על כ- 10-15 אחוז לערך מהכנסות הסיחור, הרי ניתן לראות שכל פרויקט נוסף, כדוגמת השבעה שכבר הושלמו, מותיר לחברה רווח תפעולי של קרוב ל- 20 מיליון ₪, עובדה המראה על כושר הייזום המשובח של החברה ועל פוטנציאל הרווח שלה, בפרויקטים עתידיים, עליהם אין לנו כל מידע בשלב זה.
13. הנה סיכום קצר של ממצאנו בפרק זה: החברה היא חברה רווחית, מאד רווחית, היא פועלת בשוק תחרותי שבו היתרונות המוכחים שלה בתחום ארגון קבוצות רכישה וזיהוי הזדמנויות נדל"ניות באזורי ביקוש מאפשרים לה להצביע על שיעורי רווח גבוהים מאד, לא דומים לאלו שמוכרים בתחום הייזום הנדל"ני הרגיל ונראה כי מדובר בפוטנציאל שעדיין יעמוד לרשות החברה, ולמשקיעים בה, לאורך ימים.

פרק ב – הערכת שווי על בסיס הון עצמי קיים ואומדן רווחים עתידיים

14. הניתוח בפרק הקודם, כולו מתבסס על נתונים שהציגה החברה במאזנה האחרון ועל הערכות רווח שפרטה בדוח המנהלים שצורף לדוח הכספי, הם המסד שעליו נבנה את הערכת השווי שלנו לחברה במסמך זה. שהרי, לא ניתן לטעון כנגד מספרים שרשמה החברה בדוחות שלה שפורסמו לטובת בעלי המניות ולא ניתן לטעון כי החברה הגזימה בבואה לאמוד את שיעורי הרווח העתידיים מהפרויקטים הקיימים, שעדיין לא נרשמו בספרים וירשמו השנה או לכל המאוחר בשנה הבאה. החברה היא חברה ציבורית ובתוקף כך כל תחזיותיה צופות העתיד, הן בהגדרה, תחזיות שמרניות.
15. אי לכך מה שנותר לנו לעשות הוא לקיים דיון קצר בסוגיות המיסוי של החברה ובצפי הרווחים העתידיים שעדיין החברה לא נתנה להם אומד רשמי, הגם שהיא מכירה אל נכון, בכך שהם יבואו לידי ביטוי בשנים הקרובות.
16. הנושא הראשון הוא כאמור נושא המיסוי. לחברה, כפי שדווח בספריה, יש יתרת הפסד לצורך מס של כ- 220 מיליון ₪, שהיוותה אולי את אחד התמריצים לרכישת החברה, כאשר נרכשה כשלב בורסאי על ידי המציעה. למרות העובדה הזאת, החברה בחרה לרשום הוצאת מס של כ- 2.9 מיליון ₪ בדוח רווח והפסד לסוף הרבעון השלישי. כפי שנמסר לי על ידי התובע הייצוגי, מר יוסי שביט, הרע שכאשר הוא שאל את מנהל הכספים של החברה, לפרש המהלך הזה התשובה היתה שהדבר נעשה משיקולי שמרנות, למרות שבפועל לא שולם דבר לשלטונות המס. לא שולם כל תשלום למס הכנסה מאז רכשה המציעה את השליטה בחברה ולא התקבל כל פנקס מקדמות ממס הכנסה בתביעה לתשלום מקדמות מס הכנסה.
17. לצורך הערכת שווי זו אנו נניח, הנחה ריאלית וסבירה, כי החברה לא תשלם מס בשנתיים הקרובות על רווחיה והיא תנצל במסגרת החוק והמקובל, את יתרות ההפסד שלה, שצברה בשנות פעילות בעבר.
18. ומכאן נעבור לאומדן הרווחים שעבורם לא התקבל בשלב זה אומדן של החברה: אומדן הרווחים מהשגת זכויות נוספות על ידי החברה להקמת 10 קומות נוספות בפרויקט רסיטל; אומדן הרווחים הגלומים בחברת הד מסטר ובפרויקט שד"ל, ואומדן הרווח ממכירת הזכויות במתחם המסחרי ברחוב אינשטיין.
19. לגבי פרויקט רסיטל: החברה הגישה תיקון לתכנית בנין עיר קיימת להוספת 10 קומות משרדים (קומה 22 עד קומה 31) בשטח נוסף של 12000 מ"ר. התכנית אושרה על ידי

הוועדה המקומית ואושרה להפקדה במחוזית. קיים סיכוי גבוה מאד שהתוספת תאושר. כל הזכויות הנוספות שייכות לחברה מתוקף הסכם רכישת הזכויות בקרקע שנחתם בין חברי קבוצת הרכישה. מחיר מ"ר קרקע בפרויקט שד"ל הוערך ב- 5500 ₪ על ידי שמאי, והוא מופיע בדוח השנתי של החברה לשנת 2012 בעמוד 41. לשם זהירות לקחתי שווי קרקע של 4500 ₪ למ"ר עבור קומות המשרדים הנוספים ברסיטל, מה שמורה על רווח נוסף של 54 מיליון ₪ עבור 12000 מ"ר נוספים, או 27 מיליון ₪ בנכוי מלא של 50% היטל השבחה.

מטעמי זהירות נהוון רווח זה בשער היוון גבוה של 15% לשנה ונקבע את מועד המימוש לסוף שנת 2016, בעוד שלוש שנים.

20. לגבי המרכז המסחרי בפרויקט אינשטיין. מדובר במיקום מעולה על ציר השדרה המרכזית בקצה המערבי שלה הנושק לים. הזכויות שרכשה החברה הם לבניית 650 מ"ר מסחריים. (בתי קפה, מסעדות וכו'). לכך יש לצרף שטחי שירות של 650 מ"ר נוספים ו-33 מקומות חניה. הנחנו רווח כולל בגין הזכויות במתחם זה של 15 מיליון ₪ שגם אותן העתקנו עד לסוף שנת 2016 והיוונו בשער ניכיון של 15% לשנה.

21. הסעיף האחרון שנותר הוא חישוב הרווח שצפוי לחברה בפרויקט שד"ל⁴. כאמור 50% מהרווח של חברת הד מסטר ורווח על חלקה של החברה בזכויות נוספות שרכשה במתחם שד"ל ישירות. מדובר בפרויקט יוקרתי, על שדרות רוטשילד, המשלב בניה למגורים, מסחר ומלונאות. גם כאן החברה, הד מסטר, פועלת להוספת קומות לפרויקט. על בסיס הרווח שהשיגה קבוצת חגי' בפרויקטים דומים, למשל המגדל הצפוני של מתחם הארבעה ופרויקט מגדל מאייר ברוטשילד, אף הוא בבעלות חגי' ובביצוע מתקדם, אנו אומדים את חלקה של החברה בכלל מתחם שד"ל, לאחר תשלום היטל השבחה, בסכום זהיר של 25 מיליון ₪ נוספים. גם כאן נרשום רווח זה בעוד שלוש שנים ונהוון אותו על בסיס ריבית גבוהה של 15% לשנה. כפי שנמסר לי על ידי התובע הייצוגי, הנתונים על רווחיות מתחם שד"ל והשוואתם לרווחים שהתממשו וצפויים בפרויקטים אחרים של קבוצת חגי', הוצגו על ידי יצחק חגי', במצגת למשקיעי האג"ח של החברה שנערכה בחודש דצמבר 2013, שבה נכח גם רו"ח יוסי שביט, התובע הייצוגי.

22. ודוק, בניגוד לרווחי הסיחור, שעליהם דווחה החברה בדוחותיה, שאותם אנו מהוונים על פי הריבית האפקטיבית שעומדת בפני החברה, ריבית שקלית של 5.5% המהווה ממוצע משוקלל של הריבית הנקובה באג"ח שגייסה, והריבית על הלוואות שהעמידה המציעה

⁴ פרויקט שד"ל כולל את פעילות חברת הד מסטר, שבה לחברה יש 50% ואת הרכישות הנוספות שבצעה החברה בעצמה

לחברה, את כל הרווחים העתידיים בגין שלושת הפרויקטים הללו, פרויקטים ידועים שעומדים בתחילת בניה, היוונו כאמור לשם הזהירות, בשער ניכיון של 15%.

23. ומכאן אנו יכולים לעבור לטבלה המחשבת את ההון העצמי הצפוי של החברה, בערך נוכחי מהוון לינואר 2014, בהתבסס על ההון העצמי שדווח במאזן האחרון ל-30 בספטמבר 2013 ועל הרווחים שהחברה תצבור בשנים 2014-2016 כשהם מהוונים לינואר 2014. וכן כללנו בטבלה הוצאות הנהלה וכלליות של 3.5 מיליון ₪ לשנה, מחצית מההוצאות השנתיות בפועל, מתוך מחשבה שאת המחצית השנייה של הוצאות אלו ואת הוצאות השיווק, שלא נכללו כאן, יש לייחס לפרויקטים חדשים שאת רווחיהם, מטעמי זהירות, לא כללנו כאן, למרות שברור לנו לחלוטין כי פרויקטים נוספים בא יגיעו, בקצב של אחד לרבעון, כמו בעבר, או אחר.

הערכת שווי הון עצמי רגנסי 1/14 אלפי ₪		
שווי מהוון	שווי לפני היוון	
27,777	27,400	הון עצמי 9/13
95,521.33	100,775	הכנסות מדמי סיחור. 2014
22,461.31	25,000	רווח נוסף ממכירת הנכסים. 2015
2,940	2,900	ביטול הפרשת מס. 9/13
17,753	27,000	רווח מתוספת קומות בריטיל. 2016
16,438	25,000	רווח מחברת הד מסטר. 2016
-7,464	-7,875	הוצאות הנהלה וכלליות לשנתיים ורבע
9,862.74	15,000	רווח ממרכז מסחרי באינשטיין
185,288	215,200	סך שווי
380,288,490		מספר מניות
48.7		שווי למניה אג'

24. וכך הגענו לשווי הון עצמי נטו, שווי חברה למעשה, של כ-215 מיליון ₪, שלאחר היוון הצביע על שווי של כ-185 מיליון ₪.

25. שווי המניה הנגזר משווי זה הוא 48.7 אג'.

פרק ג – הערכת שווי החברה בשיטת תזרים המזומנים הנקי המהוון. DCF

26. השיטה החלופית שנציג להלן, שנשענת כמובן על אותם נתוני מוצא ואומדני רווח עתידיים כמו השיטה הקודמת, מציגה את תזרים המזומנים העתידי של החברה ומחשבת את ערכו הנוכחי לינואר 2014, לאחר שהחברה תמכור את כל הזכויות והנכסים שיש לה כיום ותממש את כל הרווחים הגלומים בהם.

27. נקודת המוצא שלנו היא באומדן מאזן החברה ל-1.1.14 כאשר אנו מתבססים על מאזן

החברה לתום הרבעון השלישי של שנת 2013 שלו אנו מוסיפים את תחזית תזרים

המזומנים שהציגה החברה לרבעון הבא של שנת 2013 ולשנתיים הבאות. הנה האומדן שלנו ליתרה הפיננסית נטו של החברה בתום שנת 2013.

חישוב חוב פיננסי נטו ל 1.1.14 אלפי ש"ח	
3,000	מזומן בקופה 9/13
80,500	הלוואת בעלים
77,500	סה"ח חוב פיננסי נטו
1,100	תקבולים 12/13
19,000	השקעות בנכסי קבוצות רכישה
2,100	הוצאות כלליות
-97,500	יתרת פתיחה 2014

28. בצד הנכסי למועד זה ירשמו במאזן הנכסים הבאים.

רשימת פרויקטים כמלאי נכסי ל 1.1.14 אלפי ₪	
26,397	הד מסטר,
1,420	שדל קרקע
4,000	שדל זכויות
632	בתוספת הפסדים שנרשמו בדוח
32,449	סה"כ הד מסטר
2,483	טבריה
	אחזקות בקבוצות רכישה
17,067	רסיטל
1,986	קריניצי
19,979	נתניה
955	אינשטיין
22,654	כוכב הצפון
19,000	השקעות 4/13
81,641	סה"כ מלאי נכסי בשווי עלות

29. אנו מניחים כי הנכסים בפרויקט שד"ל והמניות בחברת הד מסטר וכן הנכס בטבריה לא

ימכרו ולכן נוריד את השווי הכספי שלהם מהיתרה הפיננסית נטו של החברה. לגבי האחזקות בקבוצת הרכישה, מדובר כאמור בחמשה פרויקטים, אנו מניחים כי ימכרו במרוצת השנים 2014-2016 ואת התקבולים מהם, כולל הרווחים, נרשום בעת מימוש הנכסים. הרווחים על הנכסים הם הרווחים שעליהם דיווחה החברה והוצגו בטבלה הראשונה בחוות הדעת, כ- 25 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות, לא כולל רווחי הקומות הנוספות ברסיטל, רווחי מתחם שד"ל והד מסטר ורווחי המרכז המסחרי באינשטיין.

30. במלים אחרות: כל הזכויות בחמשת הפרויקטים מוצגים בטבלה על בסיס העלות שלהם,

כפי שהופיעו במאזן החברה ל- 30 לספטמבר 2013. וכן הוספנו לשווי העלות שלהם עוד 19

מיליון ₪, כדי לשקף את ההשקעה הנוספת שנעשתה בהם ברביע הרביעי של שנת 2013,

כפי שדווחה החברה בדוח תזרים המזומנים שלה שנכלל במאזן. היות והחברה לא ציינה

באלו פרויקטים מדובר, כיצד לחלק את ההשקעה של 19 מיליון ₪ בין הפרויקטים, צרפנו את הסכום הזה לכלל העלות המדווחת של חמשת הפרויקטים הללו לסוף הרבעון השלישי של שנת 2013.

31. שווים המאזני של הזכויות בקבוצות הרכישה מוצג כמלאי שימכר בשנים הקרובות ולכן הוא לא מוצג כנכס כספי במאזן לסוף שנת 2013 ורק בעת מכירתו הוא יופיע כתקבול בשנים הבאות, כולל הרווח שימומש ממכירתו.

32. הנה אם כך טבלת תזרים המזומנים העתידי של החברה, מהוונת על פי אותם עקרונות שהצגנו בפרק הקודם שממנה נגזור את הערכת השווי לחברה, במונחי ראשית שנת 2014 ומחיר המניה הנובע מכך.

חישוב שווי מניה בשיטת תזרים מזומנים מהוון. DCF אלפי ₪				
2016	2015	2014	יתרה ל 1.1.14	
			-97,500	יתרה פיננסית נטו
			32,449	השקעה בהד מסטר ושי"ל
			2,483	נכס בטבריה
			81,641	השקעה במלאי נכסי למכירה
		118,800		תקבולים מסיחור
	12,500	12,500		רווח ממכירת נכסים בקבוצות רכישה
	40,821	40,821		מכירת נכסים לפי שווי עלות
27,000				רווח מתוספת קומות בריטל
25,000				רווח מחברת הד מסטר ושי"ל
15,000				רווח ממרכז מסחרי באינשטיין
	3,500	3,500		הוצאות הנהלה
67,000	49,821	168,621	-62,568	יתרה שנתית
44,054	44,761	159,830	-62,568	יתרה שנתית מהוונת
	186,077			סה"כ ערך נוכחי של תזרים המזומנים
	48.9			שווי מניה באג'

33. וכך הגענו במתודולוגיה קצת שונה, אך על בסיס אותן הנחות, הנחות שמרניות הנשענות על מספרים שהחברה הציגה בעצמה ועל פרויקטים ידועים שעומדים להיבנות בקרוב או כבר נמצאים בבניה, לשווי חברה של 186 מיליון ₪ ושווי של 48.9 אג' למניה, כמעט זהה למה שהגענו אליו בתחשיב בפרק הקודם.

פרק ז – סיכום ומסקנות

34. רכישת השלד הבורסאי רגינסי בסוף שנת 2011 היתה צעד עסקי מתוחכם מצד המציעה, צעד של ניצול הזדמנות עסקית, לרכוש במחיר עלות פלטפורמה של חברה ציבורית, עם הפסדים צבורים של 220 מיליון ₪. הפלטפורמה הזאת אכן הוכיחה את עצמה, כאשר כבר בדצמבר 2013 גייסה החברה אג"ח בסך של 100 מיליון ₪ בריבית שקלית של 6.55%,

נמוכה מהריבית של 7.3% צמודת מדד ששלמה החברה למציעה בהלוואות קודמות. תשקיף המדף שהוציאה החברה מאפשר לה לגייס עוד מאות מיליוני ₪ בקלות יחסית, בריבית נמוכה. האג"ח של החברה מסוקרים על ידי חברת הדרוג מעלות וקבלו דרוג גבוה יחסית של BBB+ עבור חברת נדל"ן קטנה יחסית עם הסטוריה קצרה של פחות משנתיים.

35. גיוסי הון אלו יאפשרו לחברה להחזיק בעודפי נזילות משמעותיים שיוכלו לשמש אותה לביצוע השקעות נוספות, בקבוצות רכישה, ברכישת זכויות בנכסים עבור החברה עצמה ובניצול הזדמנויות עסקיות נוספות שלבטח תצוצנה בשנים הקרובות. הרקורד של האחים חגיג בתחום הייזום הנדל"ני הוא רקורד מוכח, ומכאן הערכתנו כי מעבר לשווי שבו הערכנו את החברה, שהתבסס על פרויקטים **ידועים**, יש לחברה פוטנציאל נוסף, מעבר לזה שחושב.

36. לא מן הנמנע כי בחודשים שעברו מאז נחתם המאזן בסוף ספטמבר האחרון, החברה כבר יזמה או יוזמת פרויקטים נוספים, של קבוצות רכישה ואחרים שעוד יביאו לה רווחים נוספים, שאותם העדפנו שלא לכלול בתחשיב שלנו.

37. הערכתנו היא כי השווי בבורסה של מניית החברה היה עולה לבטח פי 3-4, כפי שעלתה מניית המציעה, חברת חגיג' נדל"ן בע"מ, לאחר שהמשקיעים גילו את פוטנציאל היזום של קבוצת חגיג'. אך דבר זה לא קרה בחברה וזאת עקב העובדה שמניות החברה נמצאות ברשימת שימור כמעט ממועד רכישת השליטה בה על ידי המציעה. הדבר היווה בבחינת איתנות למשקיעים כי מניות אלו עלולות להימחק מרישום בבורסה, ולכן לא התממש השווי הפוטנציאלי במחירי השוק של המניה. העובדה שבעלי השליטה לא עשו, אף לא צעד אחד, שיביא להוצאת החברה מרשימת השימור, העידה על כוונת המציעה למחיקת החברה ולהפיכתה לחברה פרטית.

38. אין ספק בכך שאת עליית השווי של החברה, מאז רכשה המציעה את השליטה בה, יש לייחס לכושר היזמי של קבוצת חגיג' שכבר בא לידי ביטוי בחלקו בתחשיבנו⁵, שבו הנחנו כי החברה שווה כיום למעלה מ 180 מיליון ₪ ולא 76 מיליון ₪ כגרסת הצעת הרכישה.

39. יש לזכור כי גם אם עליית השווי בחברה נבעה מפעילותה היא, ועל כך אין כאמור עוררין, עליה החובה לחלק שווי זה בצורה הוגנת עם בעלי מניות המיעוט מקרב הציבור. הדברים נכונים במהלך עסקים רגיל ויפים שבעתיים כאשר על הפרק עומדת הצעת רכש שנועדה לרכוש את מניות המיעוט מהציבור. על הציבור לקבל את חלקו ההוגן בשווי של החברה.

⁵ אך כאמור לא במחיר השוק כפי שהוסבר לעיל

40. אלו הם כללי ההגינות העסקית, וזו גם לשון החוק. בעיקר כאשר מדובר ברווחים כה משמעותיים שנצברו בפרק זמן קצר. והתנהגותה המוזרה של חברת מדגל, שאין לה כל הסבר כלכלי, לדעתנו, צריכה אולי להיבדק בצורה רצינית, ולא כאן המקום לעסוק בה.
41. על פי הערכתנו, לאחר שלמדנו את ההיסטוריה העסקית של החברה בשנתיים האחרונות וקראנו בקפידה את דוחותיה הכספיים, כולל תיאור מפורט של כל הפרויקטים שכבר התממשו, לחברה יש כושר לייצר רווחים נוספים מעבר למה שהוצג בהערכת שווי זאת. כל פרויקט נוסף של קבוצת רכישה מותיר אצלה בממוצע עוד 20 מיליון ₪ לאחר הוצאות, וברור שעד שנת 2016, המועד שבו חתמנו את הערכת השווי שלנו, יצטרפו פרויקטים חדשים לחברה.
42. כדי להביא לידי ביטוי את תוספת הערך הזאת, ושוב בצורה זהירה ושקולה, אנו חושבים שיש להוסיף למחיר המניה, כפי שחישבנו אותו במסמך זה, עוד 15% פרמיה, או מוניטין, כדי לשקף נכונה את העובדה הזאת.
43. הטבלה להלן מסכמת, אם כך, במספרים את חוות דעתנו:

סיכום שווי המניה באג' ותשלום נוסף לבעלי מניות	
48.7	שווי מניה בשיטת ההון העצמי
48.9	שווי מניה בשיטת DCF
48.8	שווי ממוצע למניה בשתי השיטות
56.2	בתוספת מקדם מוניטין של 15%
20	שווי מניה בהצעת הרכש
36.2	פער באג' למניה
16,505,738	מספר מניות שלא נענו להצעת הרכש
5,966,954	תוספת תשלום לבעלי מניות אלו

44. נראה לנו כי ראוי שהמציעה תוציא מקופתה סך של כ- 6 מיליון ₪ נוספים, כדי לפצות את בעלי המניות מקרב הציבור, שלא נענו להצעת הרכש היות וחשבו בפשטות שהחברה שווה יותר מהמחיר שבו הוצע להם למכור את מניותיהם. אם החליטה המציעה למחוק את החברה ולהותירה כחברה מדווחת בלבד, ראוי לה שתפצה פיצוי כלכלי הולם את בעלי המניות שלה מקרב הציבור הרחב.

ובזאת באתי על החתום

מאיר אמיר

13 פברואר 2014