

חוות דעת כלכלית - השקעת "דסק"ש" ב"מעריב"

שמי מאיר אמיר, ת.ז. 006488100, יועץ כלכלי.

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

נתבקשתי על ידי עו"ד רוני עדיני ורם דקל, המייצגים בעלי מניות בחברת דיסקונט השקעות בע"מ (להלן "דסק"ש") לבחון, בחינה כלכלית, את ההשקעה שביצעה "דסק"ש" בחברת מעריב החזקות בע"מ (להלן: "מעריב"). השקעה זו ראשיתה בחודש מרץ 2011, עת הודיעו שתי החברות, שתיהן כידוע חברות ציבוריות, על העסקה ביניהן, בהודעה לבורסה, והיא הושלמה ביוני 2011, עת רכשה "דסק"ש" את השליטה ב"מעריב". גם לאחר רכישת השליטה המשיכה דסק"ש" להזרים ל"מעריב" כספים רבים (קרוב ל- 200 מליון ש"ח עד כה).

חוות דעת זו מוגשת במסגרת תביעה נגזרת שמגיש עו"ד עדיני כנגד המנהלים בחברת "דסק"ש" והיא תנתח כאמור את כל ההבטים הכלכליים של עסקה זו.

כמו כן התבקשתי לבחון כלכלית את החלטת "דסק"ש" להעמדת הלוואת למעריב בתקופה שלאחר רכישת השליטה כאמור ואת ההחלטה על רכישת אג"ח של "מעריב".

חוות דעת זאת ניתנת במקום עדות בבית המשפט. ידוע לי כי דין חוות דעת זאת, החתומה על ידי, כדין עדות בשבועה בבית משפט.

ואלה פרטי השכלתי:

1972 – תואר בוגר בכלכלה ופילוסופיה. האוניברסיטה העברית בירושלים.

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

ולהלן פרטי 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.

1992-2012 בעלים של חברה לייעוץ כלכלי. החברה ביצעה למעלה מ- 400 פרויקטים כלכליים מיום הקמתה, כולם בוצעו אישית על ידי. החברה עוסקת בהערכות שווי, הכנת תוכניות עסקיות, לזוי וניתוח פיננסי, תכניות הבראה, מתן חוות דעת לבתי משפט ומוסדות בוררות, בחינות מקרו של ענפי משק וכדאיות פרויקטים בחו"ל.

רשימת פרויקטים שבוצעו בשנים האחרונות, כולל קבצי PDF של עשרות פרויקטים, ניתן למצוא באתר

החברה: www.meiramir.co.il

להלן רשימה חלקית של עבודות שבוצעו בשנה האחרונה:

1. ייעוץ למשרד האוצר – מכרז למתן שירותים גריאטריים. יחד עם ירום אריאב (לשעבר מנכ"ל משרד האוצר)
2. ייעוץ 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 השופט פרידלנדר. תביעה ייצוגית נגד קוקה קולה.
4. חוות דעת מומחה למוסד לפישור ע"פ הזמנת השופט בדימוס בועז אוקון. הליך בוררות בין חברת ניטרון מקבוצת שיכון ובינוי לחברה להשבת קולחים חדרה.
5. חוות דעת מומחה לבית המשפט הכלכלי בתל אביב בהקשר של תביעת נאמני האג"ח של בזק נגד מנהלי החברה.
6. תרומת העובדים הזרים בענף הבניה. בוצע עבור התאחדות הקבלנים יחד עם פרופסור ספיבק.
7. הקמת מערך הדרכה בארה"ב וקנדה. בוצע עבור פרויקט "תגלית".
8. הכנת חוות דעת מטעם התובעים בתביעה ייצוגית נגד תנובה בקשר למחיר הקוטג'.
9. כדאיות פיתוח תעשייה סולארית בישראל וחישוב העלות הנמנעת בייצור חשמל סולארי. יחד עם ירום אריאב.
10. ייעוץ כלכלי לאיגוד חברי הבורסה שאינם בנקים. יחד עם ירום אריאב.
11. קליטת עובדות ניקיון בקמפוסים בהעסקה ישירה. בוצע עבור אגודת הסטודנטים וארגון הסגל הבכיר של אוניברסיטת תל אביב. (יחד עם אביה ספיבק)
12. ניתוח הדואר הכמותי בישראל. בוצע עבור חברת מסר יחד עם ירום אריאב
13. תקציב התרבות בישראל – בוצע עבור פורום מוסדות התרבות בישראל, יחד עם מיקי גור.

ולהלן חוות דעתי.

א. הצגת השאלות הכלכליות שנבדקו על ידי

נתבקשתי על ידי עו"ד רונן עדיני ורם דקל כאמור, לבדוק את ההבטים הכלכליים של עסקת רכישת השליטה בחברת "מעריב" על ידי "דסק"ש" שנעשתה בחודש מרץ 2011 וכן נתבקשתי לבדוק את השקעותיה הנמשכות בחברה מאז אותו מועד, ובין היתר לבחון את הנושאים להלן:

(1) מחיר הרכישה, כולל סוגיית פרמיית השליטה, לאור שוויה הכלכלי של "מעריב" למועד זה, הנגזר מצפי תזרים המזומנים הנקי המהוון שלה, DCF;

(2) כמה כספים הזרימה "דסק"ש" ל"מעריב" מאז השקעתה הראשונית בחברה עד היום;

(3) האם הפעילות של "מעריב" היא סינרגטית ל"דסק"ש";

(4) והאם, לאור כל האמור לעיל, ולאור המצב הכלכלי של "דסק"ש" עצמה, היה הגיון כלכלי בעסקת השקעה זו.

המסמכים והמיזע עליהם הסתמכתי בחוות הדעת

1. דוחות מבוקרים שנתיים ודוחות מסוקרים רבעוניים של "מעריב" לשנים 2000-2012. (כולל הדוח המסוקר למחצית הראשונה של שנת 2012 שהתפרסם ביום ששי האחרון, 31.8.12)
2. דוחות מנהלים של "מעריב" הנלווים לדוחות הכספיים לשנים אלו
3. הודעות לבורסה של "מעריב" לשנים 2010-2012
4. נתונים על היקף המסחר היומי במניית "מעריב", שערי המניה ורשימת מחזיקי המניות, כפי שמופיעה באתר מאיה
5. דוחות כספיים מבוקרים לשנים 2010 ו 2011, דוחות מסוקרים רבעוניים לתקופה, דוחות מנהלים והודעות לבורסה של "דסק"ש".
6. כתבות על הנעשה בעיתון מעריב שהופיעו בכלי התקשורת, המודפסת והמקוונת בשנים האחרונות
7. שיחות עם עיתונאים ועורכים בכירים בעיתונות המודפסת, כולל עורכים ועיתונאים לשעבר "במעריב"
8. ידע אישי שצברתי במשך השנים על שוק התקשורת בארץ ובעולם, המודפסת והמקוונת, כולל בדיקה כלכלית שבצעתי לאחרונה להקמת עיתון מקוון בארץ
9. קריאה מזדמנת בעיתון "מעריב" בחודש האחרון, כרקע להכנת מסמך זה וגלישה יומיומית באתר המקוון "העין השביעית" ואתרים נוספים שעניינם עסקי תקשורת בארץ.

דיון עקרוני מקדמי

- 1) בראשית דבריי אציין כי אין ספק שכל הרוכש מניה בחברה ציבורית צריך לקחת בחשבון את האפשרות כי הנהלת החברה תיכשל במהלכה העסקיים, תבצע השקעות לא מוצלחות ותגרום להפסדים לחברה, הפסדים שיביאו לירידת ערך המניה והפסד למשקיע. (כמאמר הפתגם האמריקאי הידוע: "מי שלא סובל חום, שלא יכנס למטבח")
- 2) אי לכך, לא בכל מקרה בו חברה הפסידה, או כשלה בהשקעה מסויימת, תוגש תביעה נגד המנהלים שאישרו את העסקה
- 3) עם זאת, במקרים מסוימים וחריגים, תיתכן תביעה נגד מנהלים בחברה, כאשר יוכח שהשקעה או עסקה מסויימת נעשתה על ידי החברה שלא משיקולים כלכליים או עניינים, בצורה פזיזה ולא אחראית ו/או ללא כל בדיקה כלכלית מפורטת ורצינית ומבלי שנלקחו בחשבון תוצאותיה הקשות האפשריות של אותה השקעה/עסקה, והשפעתן על החברה. לחילופין, תביעה שכזו נגד מנהלים בחברה יכולה להיות מוצדקת אם יוכח כי לא טובת החברה עמדה בפני המנהלים, בבואם לאשר השקעה מסויימת, אלא שיקולים זרים, זרים לטובת החברה ולכלל בעלי המניות שלה.
- 4) לאחר שלמדתי באופן יסודי את סוגיית השקעת "דסק"ש" בחברת "מעריב", אני סבור כי השקעה זו נופלת בתחום ההגדרה של השקעה כושלת, שנעשתה ללא שיקול דעת של ממש, ללא בדיקה כלכלית מעמיקה, מבלי שנלקחו בחשבון ההשלכות ההרסניות שתהיינה להשקעה זו על "דסק"ש", בלי שנשקלו מראש ההוצאות הרבות הנוספות בהן תחוייב "דסק"ש" והזרמת כספים נוספים למעריב לאחר ביצוע השקעה הראשונית, בלי לנסות להעריך את השפעה ארוכת הטווח של ההשקעה על תזרים המזומנים של "דסק"ש", עובר להשקעה זו, ובלי לקחת בחשבון את הפגיעה הקשה במוניטין של "דסק"ש" ובשווי השוק שלה, כתוצאה מביצוע השקעה כושלת זו.

5) דעתי היא כי ניתן היה לחזות את ההתפתחויות הדרמטיות השליליות שארעו ב"מעריב" במהלך 18 החודשים האחרונים, מאותו יום מר ונמהר, בחודש מרץ 2011, שבו נכרתה עסקת השתלטותה של "דסק"ש" על "מעריב".

ב. נתוני רקע על "מעריב" והעיתונות המודפסת בישראל בשנים האחרונות

1) "מעריב", שנוסד בשנת 1948 והפך לחברה ציבורית בשנת 1994, רושם הפסדים תפעוליים החל משנת 2001, 11 שנים רצופות של הפסד, כפי שניתן להיווכח מעיון בדוחות הכספים לשנים 2001-2012. למעט שנת 2004, שבה נרשמה הכנסה חד פעמית שלא מפעילות שוטפת (מכירת מניות "מעריב" במט"ב), "מעריב" רשם בכל השנים הללו גם הפסד נקי ולא רק הפסד תפעולי. על כך תעיד הטבלה להלן :

תוצאות עסקיות מעריב. 2001-2012 מיליוני ₪ שוטף			
שנה	הכנסות	הוצאות	הפסד תפעולי
2001	650	655	-5
2002	574	591	-17
2003	517	533	-16
2004	536	561	-25
2005	514	547	-33
2006	523	554	-31
2007	483	555	-72
2008	404	513	-109
2009	372	429	-57
2010	324	424	-100
2011	271	431	-160
חצי ראשון 2012	125	398	-273
סה"כ	5293	6191	-898

2) בכל אותה תקופה היה "מעריב" בשליטת חברת הכשרת הישוב, אשר ניסתה, שוב ושוב, ללא הצלחה, לעצור את רצף שנות ההפסד הללו. מדיווחי "מעריב" לבורסה ומדוחות המנהלים התקופתיים עולה כי לאורך השנים גובשו תכניות עסקיות, נעשו מהלכי התייעלות, קוצצו הוצאות תפעול ושכר, שונו קונספציות עסקיות ונוסו מהלכי מיתוג שונים, הוחלפו מנהלים כלליים ועורכים ראשיים ועוד צעדים רבים, אך ללא הועיל.

התבוננות בטבלה מורה כי בשנים האחרונות, במקביל לירידה מתמשכת ורציפה בהכנסות העיתון, לא מצליחה ההנהלה להקטין במקביל את ההוצאות, וההפסד הולך וגדל מידי שנה. צעדי התייעלות שבוצעו במהלך העשור הקשה הזה, נראה כי מיצו את עצמם, עובדים פוטרו, משכורות קוצצו, צעדי התייעלות התממשו וכל צעדי התייעלות נוספים הם קשים לישום ומאיימים על מעמדו של העיתון, המוחלש בכל מקרה. כאשר מפורטים עיתונאים בכירים, בעלי שכר גבוה יחסית או כאשר העיתון מצטמצם, מספר העמודים והמגזינים השונים המצורפים אליו אף הוא קטן. צמצומים אלו מביאים בסופו של דבר להקטנת היקף הפרסומות, ההכנסה העיקרית שעליה נשען העיתון.

3) במהלך אותן 11 שנים צרפה "מעריב" משקיעים פרטיים שונים, שיצאו מההשקעה לאחר שהפסידו חלק ניכר מהשקעתם. ולדימיר גוסינסקי (שהצטרף כבר בשנת 1998) וד"ר זכי רכיב, שהצטרף בשנת

2010 ומיהר לצאת בתום חודשים ספורים לאחר שהשקיע 15 מיליון דולר ב"מעריב". שני אלה הזרימו כסף לחברה, וחוו את ירידת ערך השקעתם, עם ירידת שווי החברה, כפי שניתן לראות ממעקב לאורך השנים האמורות על מחיר המניה ושווי החברה בבורסה.

(4) בין חודש מאי שנת 1998, מועד כניסתו של גוסינסקי לחברה לבין מרץ 2010, מועד כניסתו של רכיב, ירד שווי "מעריב" בבורסה מ 340 מיליון דולר ל 34 מיליון דולר, ירידה של 90%. ואמנם רכיב נכנס לחברה על פי שווי של 35 מיליון דולר בלבד. כן בדקו את "מעריב" משקיעים פוטנציאליים. דווח בזמנו באמצעי התקשורת (ראה למשל עיתון "גלובס" מה 1.3.10 ועיתון "דה מרקר" מ 11.11.08) כי שלדון אדלסון בשנת 2005 ולו בלווטניק בשנת 2008, שבחנו אפשרות של השקעה ב"מעריב" ומטעמיהם הם, לאחר בדיקה כלכלית שביצעו, החליטו שלא להשקיע.

(5) כאן המקום להזכיר את הפסדי הבנקים שהילוו כספים ל"מעריב", בעיקר בנק הפועלים, שנאלץ למחוק סכום של 64 מיליון ₪ במועד כניסת "דסק" להשקעה ב"מעריב", כפי שדווח "מעריב" בדוחות הכספיים שלו לשנת 2011. (ראה דוחות כספיים לשנת 2011 של "מעריב" עמ' 10 באור 4ב1) בנק הפועלים, אגב, גם נאלץ למחוק חלק מהלוואה שנתן בזמנו לגוסינסקי לצורך ביצוע השקעתו ב"מעריב". מידע זה התפרסם בכלי התקשורת. ("דה מרקר" מיום 11.11.08). גם מחזיקי אגרות החוב של "מעריב", סדרה ד', שגוייסה בשנת 2010, ספגו הפסד וחולצו על ידי "דסק" לאחר השתלטותה על "מעריב". (ראה: הון ועיתון, דנקנר רוצה את מעריב והפנסיונרים משלמים את המחיר. "דה מרקר" 20.7.12) בהמשך נתייחס בהרחבה לסוגיית רכישת אג"ח "מעריב" על ידי "דסק" ש"י.

ההפסדים של "מעריב" אינם חריגים בתמונת התקשורת המודפסת ה-PRINT – להבדיל מהתקשורת הדיגיטלית בארץ ובעולם. בעשור האחרון סובלת העיתונות המודפסת ברחבי העולם ממשבר כספי חמור, כתוצאה מהשינויים הטכנולוגיים של העשור, התפתחות רשת האינטרנט, אתרי המידע המקוונים, שימוש בסמרטפונים ובטבלטים, התפתחות רשתות חברתיות, שידורי טלוויזיה מסחרית מקוונים ומעבר מפרסמים למדיה החדשה.

(6) יותר ויותר אנשים צורכים מידע תקשורתי שלא באמצעות העיתונות המודפסת ששאלת קיומה בעתיד, היא עדיין שאלה פתוחה. ביו שנת 2005 לשנת 2010 ירדה ההוצאה הריאלית על רכישת עיתונים בישראל על ידי משק בית ממוצע ב 50% וההוצאה הריאלית על רכישת מנוי לעיתון יומי ירדה ב 10%, כך ע"פ סקר הוצאות משקי בית של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לשנים אלו.

(7) לא כאן המקום לפרט את ההתפתחויות הללו, הן ידועות ומפורטות, בין היתר, בדוחות הדירקטוריון של "מעריב" בעשור האחרון וצריך רק לשוב ולציין כי התפתחויות אלו, דומה שעדיין לא מוצו עד תומן, ועוד צפויים קשיים בדרך לכל העיתונות המודפסת בעולם וגם בארץ. המגמה היא מגמה ברורה של התחזקות הולכת וגוברת של העיתונות הדיגיטלית, על חשבון היחלשות וקריסת העיתונות המודפסת.

(8) לבעיות המובנות של התקשורת המודפסת בארץ, ש"מעריב" הוא חלק ממנה, חברו בעיות עסקיות חמורות מעשה ידי אדם, מנהלי "מעריב" בעשור האחרון.

(9) התנהלותו העסקית של העיתון בהנהגתה של חברת הכשרת הישוב היתה כושלת: בכל העשור האחרון נרשמה באופן רציף ירידה בהכנסות העיתון ממכירת עיתונים ומפרסומת, כאשר מתחריו של העיתון הצליחו, דרך קבע, לנגוס בנתח השוק שלו ובמעמדו בכלל. ההפסד הנצבר של מעריב בעשור זה הסתכם בכ - 1039 מיליון ₪! ובמקביל גם מעמדו ככלי תקשורת מרכזי הלך ונשחק. (הפסד כולל ע"פ המאזן ליום 30.6.12 שפורסם ב - 31.8.12)

- 10) שקיעתו ושחיקתו של "מעריב" היא עובדה ידועה מזה שנים רבות לכל מי שמצוי בתקשורת בארץ.
- 11) החל משנת 2006, עם כניסתו של העיתון החינמי "ישראל היום" שבעליו, איל ההימורים שלדון אדלסון, החליט, מטעמי הווא, לכבוש נתח מרכזי בשוק העיתונות המקומית "בכל מחיר", חלה החרפה נוספת בתוצאות העסקיות של "מעריב", כמו אצל שאר מתחריו בעיתונות המודפסת. "ישראל היום" הגיע, בתום חמש שנים, לחשיפה של כ - 38% לציבור הקוראים בימי חול, לעומת שיעור של 36% ב - "ידיעות אחרונות", על פי סקר TGI, המצוטט בדוח המנהלים המצורף לדוחות הכספיים של "מעריב" לשנת 2011, (עמ' 51א) כאשר "מעריב" עומד על 11.5% בלבד
- 12) הפצת מהדורה חינמית של "ישראל היום" גם בסוף שבוע, שהחלה בנובמבר 2009, היוותה מכה נוספת ל"מעריב", שחלק גדול מהכנסותיו מתרכז במהדורת סוף השבוע. כתוצאה מכך, וכתוצאה מהפופולריות הגבוהה של אתרי האינטרנט המספקים מידע מסחרי ועסקי (רכב, דירות, תעסוקה ועוד) ירדו הכנסות "לוח מעריב" באופן דרסטי. לוח זה היווה את אחד מעוגני ההכנסה של העיתון בעבר. (ראה למשל הרצאה של ד"ר יובל דרור, ראש המגמה לתקשורת דיגיטלית במכללה למנהל בכנס קיסריה האחרון במאי 2012) (פורסם במסגרת ניירות עבודה של כנס קיסריה ע"ש אלי הורוביץ).
- 13) אתר האינטרנט של "מעריב" NRG שנתלו בו תקוות רבות בעת השקתו בשנת 2004, מספק אחוזים בודדים - 3% מסך ההכנסות של העיתון בשנת 2011, ירידה לעומת שנית 2010 (ע"פ דוח המנהלים של "מעריב" לשנה זו, עמוד 42) ובהחלט אינו מפצה על אובדן ההכנסות שעברו למדיה החדשה. שינויים מבניים בתחום רכישת מדיה בשנים האחרונות, עם התגבשותם של מספר קבוצות רכישה מרכזיות, בעלות עוצמה כלכלית מול העיתונים, פגעה בהכנסותיהם נטו מפרסומת. גם על כך ניתן מידע בדוח המנהלים של "מעריב" לשנת 2011 (עמוד 34א)
- 14) בדוחות התקופתיים של "מעריב" לשנת 2010 ציינו המבקרים את תלותה של החברה בהזרמת הון נוסף מצד משקיעים שאלמלא יצאה לפועל לאחר תאריך המאזן, עם החלטת "דסק" לרכוש את השליטה בחברה, היתה מחייבת אזהרת "עסק חיי" לחברה. (עמוד 3 לדוח לבעלי המניות מיום 30.3.10)
- 15) כל אלו כאמור, ארועים שקרו בטרם כניסת "דסק" להשקעה ב"מעריב".
- 16) לאור מצבו הכלכלי הקשה של עיתון "מעריב", ערב רכישת השליטה ב"מעריב" על ידי "דסק" כפי שיוצג בפרק שלהלן, הרי שנשאלת השאלה האם באותה עת (בחודש מרץ 2011), עת החליטה הנהלת "דסק" על ההשקעה ב"מעריב", היתה לה "תכנית מפנה" (TURNAROUND) אשר תשנה את הכיוון שבו התנהל "מעריב" ב - 11 השנים האחרונות ואם הוצגה לדירקטורים תכנית עסקית כלשהי אשר תסביר את ההגיון לכאורה בהשקעה מסוכנת. זאת, לאחר שעד סוף שנת 2010 צבר העיתון במשך עשור הפסדים תפעולי של 658 מיליון ₪, מהם 100 מיליון ₪ בשנת 2010 גופא, וכל התחזיות לשנים הבאות הראו על המשך מגמת הנסיגה.

ג. "מעריב" נכון לחודש מרץ 2011, ערב ביצוע עסקת "דסק" ש"

- 1) בחודש מרץ 2011, עת הודיעה "דסק" על החלטתה להשקיע ב"מעריב" ולרכוש שליטה בחברה, נסחרה מניית "מעריב" בבורסה לני"ע בת"א (להלן: "הבורסה") בשער של כ - 3.6 ₪ למניה, המייצג שווי שוק של החברה של כ- 130 מיליון ₪.
- בשנת 2007 נסחרה מניית "מעריב" לפי שווי של כ - 450 מיליון ₪, וירידת השווי של כ- 70% בארבע שנים (שבין אוגוסט שנת 2007 למרץ שנת 2011) שיקפה את התוצאות העסקיות בתקופה שבה גם הזרים כאמור ד"ר זכי רכיב הון של 12 מיליון דולר לחברה.

לפני הזרמת כספי רכיב ירד שווי השוק של "מעריב" עד ל 75 מיליון ₪ והוא עלה ל 130 מיליון ₪ בעקבות הזרמת ההון של רכיב.

הירידה בשווי השוק בשנים 2007-2010 שהיתה רציפה ועקבית, שיקפה כמובן את שנות ההפסד הרבות, שבאו אחת אחר השניה.

(2) סחירות אפסית: מניית 'מעריב' נכנסה לרשימת השימור של הבורסה בשנת 2010 והועברה לרשימת מניות דלי סחירות ביולי 2011. גם כיום, אין כמעט מסחר במניה. בחודש יולי 2012 נרשם מסחר במניה במשך יום אחד בלבד שבו מחזור המסחר היה 6,475 ₪ בלבד. אכן סחירות דלה מאד.

(3) כניסת מניית "מעריב" לרשימות אלו מעידה על המסחר הדל שהתקיים במניות החברה בבורסה. עובדה זו נובעת מכך שכמעט כל מניות החברה הוחזקו על ידי בעלי השליטה. כמות המניות שהיתה בידי הציבור הרחב היתה אחוזים בודדים, 2.4% כפי שיפורט בהמשך.

(4) לאור המסחר הדל מאוד הרי ברור שיש להתייחס לסוגיית שווי השוק של מעריב בזהירות.

(5) להערכת המקצועית, שוויה הכלכלי של "מעריב" לראשית שנת 2011 היה למעשה אפס (או יותר נכון, שווי שלילי): החברה היתה על סף חדלות פרעון. בנק הפועלים, הנושה העיקרי של החברה הודיע, בראשית מרץ 2011, על דרישה לפרעון מידי של הלוואה בסך 106 מיליון ₪, כפי שפורסם במאזן החברה לשנת 2010) ועל כך גם יעיד אזכור על אפשרות הכרזת "עסק חי" מצד רואי החשבון של החברה, במידה ולא יוזרם הון בעלים, שהופיעה בדוח הכספי לשנת 2010 (ראה באור 2ג1א בעמוד 10). למותר לציין כי ל"מעריב" לא הייתה כל אפשרות לפרוע את ההלוואה הנ"ל.

(6) במועד זה, מרץ 2011, עיקרי מאזן החברה לסוף שנת 2010 שפורסם ב 30.3.11 היו, אל נכון, ידועים (ולכל הפחות, היו צריכים להיות ידועים) להנהלת "דסק"ש" עת קיבלה את החלטתה להשקיע בחברה. במועד זה היה לחברה הון עצמי שלילי (ערך נכסי נטו שלילי) בסך 31 מיליון ₪, התחייבויות שוטפות של 293 מיליון ₪, מרביתן לבנקים. וכנגדן, היו לחברה נכסים שוטפים של 129 מיליון ₪ בלבד, דהיינו הון חוזר שלילי של 164 מיליון ₪. (ראה עמודים 4 ו 5 בדוחות הכספיים).

(7) מדוחותיה של "מעריב" ליום 31.12.2010 עולה כי בשנת 2010 הפסידה החברה 117 מיליון ₪, ההון העצמי שלה היה שלילי בשיעור של 31 מיליון ש"ח, התזרים מפעילות שוטפת היה שלילי בסך של 67 מיליון ₪ ולולא גיוס הון בהנפקת אגרות חוב סדרה ד', בסך של כ - 50 מיליון ₪, שנעשה בשנה זו, והזרמה של 15 מיליון דולר מצד ד"ר זכי רכיב שבוצעה באוקטובר 2010 היא היתה מגיעה לקשיי תזרים מזומנים חריפים **כבר** במהלך שנת 2010. אולם, עירוי המזומנים החיצוני בסך של כ 100 מיליון ₪ אמנם סייע ל"מעריב" לעבור, בקושי רב, את שנת 2010, אך בראשית שנת 2011 שוב חוזר אותו סיפור, החברה מתקשה לכבד את התחייבויותיה ושוב היא ניצבת בפני הכרזת "עסק חי".

(1) על מנת לצלוח את שנת 2011, כך ע"פ רואי החשבון של החברה, היה צורך בהזרמת הון נוסף.

(2) הצפי של רואי החשבון של "מעריב" לאותו מועד, מרץ 2011, כך ציינו בדוח לשנת 2010 לבעלי המניות, היה כי בשנת 2011 ימשיך התזרים השלילי מפעילות ללוות את החברה. ואמנם, שנת 2011 הסתיימה בהפסד תפעולי כבד של 159 מיליון ₪. הגרעון התזרימי מפעילות שוטפתהוכפל מ-67 מיליון ₪ בשנת 2010 ל- 138 מיליון ₪ כמפורט בדוח רווח והפסד ודוח תזרים המזומנים של "מעריב" במסגרת הדוח הכספי המבוקר לשנת 2011.

(3) אני סבור כי אלו התפתחויות שניתן היה לצפות להן כבר בראשית שנת 2011. על כך הצביעו המאזנים לעשור האחרון שנתונייהם היו ידועים ל"דסק"ש", התוצאות העסקיות, שהחמירו עוד יותר בשלוש השנים האחרונות, עם החרפת התחרות בענף עקב כניסת "ישראל היום" בצורה כה אגרסיבית. גם

התוצאות העגומות של שני המשקיעים הקודמים, שיצאו מהשקעתם בשן ועין, גוסינקי ורכיב שיצא תוך פחות מחצי שנה לאחר מנויו ליו"ר דירקטוריון "מעריב, גם אלו היו כמובן ידועות. וגם מצבה הקשה של העיתונות המודפסת בארץ ובעולם, כניסת מתחרים חדשים לשוק הפרסום, כמו גוגל ופיסבוק, שנגסו היטב בעוגת הפרסום המדלדלת, כל אלו היו בבחינת כתובת על הקיר שרק היה צריך להישיר מבט ולקרוא אותה. העובדות הללו היו ידועות לכל אדם המצוי בעסקי התקשורת בישראל ואין בכך כל ספק שהוא.

(4) יתכן והנהלת "דסק"ש" סברה כי ביכולתה לשנות את המגמה, להביא ל"תכנית מפנה" ולאחר 11 שנות הפסד להפוך את "מעריב" לעסק ריווחי, שנושא את עצמו כלכלית ותזרימית, מבלי שהוא סמוך על שולחן "דסק"ש" ונוזקק לערוי כספים מתמיד דרך קבע. אולי אף סברה שמדובר בהשקעה ריווחית ומשתלמת, על אף התמונה העגומה שהיתה ידועה לכל העוסק בתחום, על אף התחזית הקשה באשר לעתיד התקשורת המודפסת בארץ ועל אף ההתפתחויות השליליות שהוזכרו לעיל, שהיו נחלתם של כמעט כל העיתונים המובילים בעולם.

(5) אם כך אכן האמינה הנהלת "דסק"ש", לא ברור על מה היא הסתמכה. מדו"חות "דסק"ש" ו/או "מעריב" שפורסמו באתר הבורסה, אין כל ראיה שאכן נעשתה, טרם ביצוע ההשקעה, עבודת הכנה כלכלית מקיפה ב"דסק"ש" או שגובשה תכנית אסטרטגית שתצדיק את ההשקעה הזאת.

(6) כל הערכת שווי אובייקטיבית, שהיתה נעשית ל"מעריב" במועד זה היתה מצביעה על כך שהעיתון הוא חדל פרעון, ושוויו הוא אפס. כך סברו רואי החשבון, שאי אפשר להאשים אותם במשוא פנים כלפי "מעריב", וכך סבר גם בנק הפועלים אשר העדיף לקבל ליד במזומן 42 מיליון ₪ ולמחוק 64 מיליון ₪ כחוב אבוד, במסגרת ההסדרים לכניסת "דסק"ש" ל"מעריב" ביוני 2011.

(7) יתרה מכך, לאור מצבו הפיננסי הקשה של "מעריב", נכון למרץ 2011, ולאור המצב הקשה של עיתונות הדפוס בישראל ואף בעולם, ספק רב אם היתה כל תקנה לעיתון. זאת, גם אם היה מצליח לגייס מנהלים ואנשי תקשורת מהמעלה הראשונה, אנשים שממילא לא היו ב"דסק"ש" באותה עת (ובהמשך גם לא גויסו כאלה על ידה עבור "מעריב").

כאן המקום להזכיר, כי גם החינמון "ישראל היום", שבו הושקעו מאות מיליוני ₪ מאז השקתו בשנת 2006, אם לא למעלה מכך, ואשר הגיע לשיעור חשיפה גבוה מאוד של כ- 40%, מצריך הזרמה של מיליוני ₪ מידי חודש, לכיסוי הפסדיו השוטפים.

(8) כאמור לדעתנו כל בדיקה רצינית, אילו נעשתה, היתה מוכיחה כי במצבו של העיתון, לאחר עשור של הפסדים רצופים, כאשר המוניטין שלו נשחק מאד, בשוק תקשורת מודפסת, הנמצא בנסיגה רבתי, אינו יכול להוות יעד לרכישה מצד חברת השקעות כגון "דסק"ש", שתחום העיתונות המודפסת היה זר לה לחלוטין.

(9) "דסק"ש" היתה יכולה גם ללמוד מניסיונם המר של המשקיעים הקודמים ב"מעריב", גוסינקי ורכיב. האחרון התפטר מתפקידו כיו"ר דירקטוריון "מעריב" חודשים ספורים לאחר מינויו לתפקיד, עת הזרים לחברה 15 מיליון דולר, מהם 12 מיליון דולר בהון מניות נפרע.

(10) לכך יש להוסיף את השפעתו ההרסנית של עיתון "ישראל היום" על שוק התקשורת המודפסת, שהיתה ידועה לכל העוסק בתחום. "ישראל היום", שהפך בשנים האחרונות לגורם משמעותי ביותר בתחום העיתונות המודפסת בישראל, הוריד את מחירי הפרסום באופן משמעותי, ופגע קשות בהיקף מנויי עיתון "מעריב" ורוכשי העיתון בדוכנים.

11) ושוב נציין כי כניסת "דסק"ש" ל"מעריב" היתה **כחמש** שנים לאחר תחילת פעילותו של החינמון "ישראל היום", כאשר השפעתו ההרסנית על התקשורת המודפסת היתה ידועה לכל העוסקים בתחום ואף הוזכרה שוב ושוב בדוחות המנהלים של מעריב שצורפו לדוחות הכספיים (ראה למשל עמוד 24 בדוח המנהלים לשנת 2010).

12) מבחינת הפורמט והקונספט, "ישראל היום" פנה לקהל הקוראים של "מעריב" ולכן "מעריב" היה העיתון שנפגע מכל יתר העיתונים. אם אפשר לקרוא את מאמרי העיתונאים דן מרגלית ומוטי גילת בחינם, כך סברו רבים מקוראי מעריב, אפשר אולי לוותר על בן כספית ובן דרור ימיני שעבור קריאת מאמריהם צריך לרכוש עיתון בתשלום.

13) דעתנו היא שלא היה צורך בידע כל שהוא בעתונות מודפסת כדי להבין שעל פניו מדובר בעסקה כושלת, שכל אדם סביר עם ראש על הכתפיים, שקורא עתונים ומצוי בכלכלה, היה דוחה אותה על הסף. ומי שלא הבין אמת פשוטה זאת "בזמן אמת" אולי מוטב היה שלא יתמנה דירקטור, או שלמצער יבקש שתוגש לו חוות דעת מקצועית לפני שהוא מקבל החלטה בנושא שאינו בקי בו.

(14)

בנסיבות אלו, לא ברור מה הניע את הדירקטוריון להחליט להשקיע, בהשקעה ראשונית, סך של 147 מיליון ש"ח בחברה כושלת ומפסידה כמו "מעריב", סכום שצמח בתוך שנה וחצי לסכום של כ - 369 מיליון ש"ח, כפי שיפורט בהמשך, ועוד היז נטויה, שכן, מעריב זקוק לערוי כספי מתמיד לצורך שרידתו.

ד. ניתוח חשבונאי/כלכלי של עסקת "דסק"ש" – "מעריב"

1) כניסת "דסק"ש" למעריב בוצעה בעסקה פיננסית מורכבת: הזרמת הון של 120 מיליון ש"ח ל"מעריב" על ידי "דסק"ש"; הזרמת סך של 12 מיליון ש"ח על ידי הכשרת הישוב ל"מעריב"; תשלום של 27 מיליון ש"ח על ידי "דסק"ש" לגוסינסקי ורכיב בגין מניות והלוואות בעלים (ההלואה הומרה להון מניות); המרת הלוואות בעלים קיימת ל"מעריב" של הכשרת הישוב בסך 40 מיליון ש"ח למניות; והסדר עם הבנקים למחילה על חוב בהיקף של כ- 74 מיליון ש"ח, שממנו מחל בנק הפועלים על כ - 64 מיליון ש"ח.

2) **בסך הכל שילמה "דסק"ש" 147 מיליון ש"ח בגין רכישת השליטה ב"מעריב" (מהן הזרמו לחברה 120 מיליון ש"ח והומרה למניות הלוואות בעלים בערך של כ - 11 מיליון ש"ח).** כן לקחה על עצמה "דסק"ש את הערבות של הכשרת הישוב למניות גוסינסקי, שמחזיקים הנאמנים בסך 6 מיליון דולר, ובסך הכל הוציאה והתחייבה על סך כולל של 171 מיליון ש"ח, תמורת קבלת שליטה בחברה, בשיעור אחזקה של 61% ממניות החברה.

וכן התחייבה "דסק"ש" במועד קבלת השליטה ב"מעריב" כלפי הבנקים שנתנו הלוואות ל"מעריב" שטרם נפרעו, לאחר החזר הלוואות ומחיקת הלוואות, כי כל עוד תהיה "מעריב" חייבת סכום כל שהוא לבנקים, "דסק"ש" תהיה בעלת שליטה ב"מעריב" וכי שליטתה בעיתון לא תופסק לפני קבלת אישור בכתב ומראש מהבנקים. (ראה הערת שוליים 6 בבאור 8 עמ' 92 בדוח כספי של דסק"ש לרבע ראשון של 2012)

3) לכאורה, בהסתכלות חשבונאית מצומצמת, מדובר היה בעסקה משתלמת ל"דסק"ש, אבל צריך להדגיש, **רק לכאורה.** שווי השוק של "מעריב" בטרם ביצוע העסקה היה 132 מיליון ש"ח. לסך זה יש להוסיף את הסכומים הבאים:

- (4) 132 מיליון ₪ הון בעלים שהזרימו "דסק"ש" והכשרת הישוב, מחיקת חוב של 74 מיליון מצד הבנקים והמרת הלוואות בעלים מצד דסק"ש (הלוואת רכיב) ומצד הכשרת הישוב בסך כולל של 52 מיליון ₪.
- (5) בסך הכל, כתוצאה ממהלכים אלו של הזרמת הון, המרת הלוואות בעלים להון מניות ומחיקת הלוואות מצד הבנקים, אמור היה שוויה של החברה לעלות ב - 258 מיליון ₪ ולהסתכם (עם צרופו לשווי שוק לפני העסקה של כ - 130 מיליון ₪) לכ 390 מיליון ₪. שווי החברה בבורסה, עובר לעסקת "דסק"ש" אף עלה מעבר לכך ל - 423 מיליון ₪ .
- (6) השווי התיאורטי של 61% ממניות "מעריב", שהחזיקה "דסק"ש", לאחר השלמת העסקה, בהנחה שווי של 390 מיליון ₪ לאחר ביצוע העסקה, עמד על 238 מיליון ₪, וכנגדם כזכור הוציאה "דסק"ש" 171 מיליון ₪ בלבד.
- ואולם זוהי הצגה חשבונאית שאין מאחוריה דבר, שכן שווי "מעריב" לפני העסקה היה אפס, וגם לאחר העסקה, כפי שהסתבר די מהר, שווי נשאר אפס, או אף גרוע מכך, שווי שלילי. שכן זהו נכס שדורש הזרמת כספים דרך קבע, הזרמה בלתי פוסקת. שאין לדעת אם יש דרך להפסיק אותה, למעט סגירת העיתון.
- (7) שווי שוק של מניה לא מעיד על שווי האמיתי של החברה, הוא רק אחד הקריטריונים להערכת שוויה. ועל אחת כמה וכמה ששווי מניה בלתי סחירה לא יכול לומר דבר על השווי האמיתי של החברה. (עדות לכך ניתן לראות בימים אלו, לאחר הפסד חצי שנתי שנרשם במחצית השנה הראשונה של שנת 2012, בסך של 284 מיליון ₪, כפי שפורסם ב 31.8.12 לא חל שנוי במחיר המניה ולא בשווי השוק בבורסה של "מעריב").
- (8) דעתנו היא, כי אמנם מחיר העסקה שיקף מחיר הנמוך לכאורה ממחיר הבורסה של מניית "מעריב" למועד העסקה, אך בפועל, מבחינה כלכלית, לא היה כל שווי ל"מעריב" כבר אז, ודינה של השקעת "דסק"ש" זו ב"מעריב" יהיה להמחק. בפועל, השקעה זו היתה בבחינת "יריית פתיחה" (או אם להשתמש במונח משפטי "מדרון חלקלק") להליך הזרמת כספים מאסיבית נוספת ל"מעריב", אך ורק מצד "דסק"ש", שאין לדעת מתי וכיצד תיפסק.
- (9) לאחר השקעת אותם 147 מיליון ₪ ביוני 2011 קיבלה לידיה "דסק"ש" את השליטה בחברה.
- (10) אמנם נחתם הסכם בעלי מניות בין "דסק"ש" להכשרת הישוב, אך בפועל, כפי שיוצג להלן, החל מיוני 2011 "דסק"ש" נותרה הגורם היחיד המזרים כספים ל"מעריב" באופן שוטף, **ובסכומים גבוהים בסדר גודל של עוד כ - 200 מיליוני ₪ נוספים.** הזרמות כספים אלו, בדרך של העמדת הלוואות בעלים ופרעון אג"ח של "מעריב" מהוות חמצן הכרחי כדי לאפשר ל"מעריב" תפעול שוטף. בצעדים אלו יש משום העברת חוב שהיה מונח על כתפי מעריב לכתפי "דסק"ש".
- באותו זמן צריך היה להיות ברור לדירקטורים שאישרו את האמור, כי סיכוייה של "מעריב" לפרוע את האג"ח ואת הלוואות הבעלים שהזרימה "דסק"ש" הם קלושים, ורוב הסיכויים ש"דסק"ש" תיאלץ בסופו של דבר למחוק את "השקעתה" באג"ח ובהלוואות בעלים אלו.
- וישאל השואל: האם ל"דסק"ש" היו באותו מועד כספים פנויים להשקעות (ונראה שלא), והאם לא הייתה ל"דסק"ש" באותה עת השקעה חילופית טובה יותר מאשר העמדת הלוואות בעלים ורכישת האג"ח של מעריב?
- (11) "דסק"ש" היא זאת שפרעה פרעון מוקדם של אג"ח סדרה ד' של "מעריב", שהוחזקה בידי הציבור בסך של 33.4 מיליוני ₪. בנוסף, היא זאת שרכשה את יתרת האג"ח מאותה סדרה שהוחזקה על ידי הכשרת הישוב בסך של 18.4 מיליוני ₪, כפי שצויין במאזנה לסוף שנת 2011. צעד תמוה כשלעצמו.

12) "דסק"ש" אף הגדילה את חלקה בחברה על ידי רכישת שארית מניותיו של זכי רכיב בחברה (בשיעור של 4.9% תמורת סך של 21 מיליוני ₪). נשאלת השאלה, האם באותו מועד בו התקבלה החלטה זו, לא היה ברור שמדובר בהגדלה של הנזק, זריקת "כסף טוב" אחר כסף שכבר אבד, לבור שאין לו תחתית? 13) ובכך לא תם. "דסק"ש" העבירה הלוואת בעלים ל"מעריב" בסך כולל של 125 מיליון ₪, כפי שיפורט בהמשך.

סך הוצאות "דסק"ש" בגין עסקת "מעריב" למועד חוות דעת זאת מופיע בטבלה להלן:

פרוט השקעות דסק"ש במעריב מאז יוני 2011			
מועד ביצוע	תשלום בש"ח	מניות ואג"ח	הפעולה
יוני 2011	120,000,000	60,000,000	הנפקת מניות תמורת מזומן
יוני 2011	7,000,000	2,000,000	רכישת מניות גוסינסקי
יוני 2011	20,000,000	7,850,000	רכישת מניות רכיב והמרת הלוואת רכיב
יוני 2011	147,000,000		סה"כ השקעה ראשונית
ספטמבר 2011	11,000,000	1,604,054	רכישת מניות רכיב מחוץ לבורסה
מרץ 2012	10,000,000	4,033,515	מימוש אופציה ליתרת מניות רכיב
נכון לאוגוסט 2012	168,000,000	75,487,569	סה"כ מניות והשקעה במניות
דצמבר 2011	33,352,586	39705460	רכישת אג"ח סדרה ד מהציבור
מרץ 2012	18,437,000	24582666	רכישת אג"ח סדרה ד מהכשרת הישוב
	51,789,586	64288126	סה"כ רכישת אג"ח
אוקטובר 2011	50,000,000		הלוואה ראשונה למעריב
נובמבר 2011	50,000,000		הלוואה שניה למעריב
יוני 2012	25,000,000		הלוואה שלישית למעריב
	125,000,000		סה"כ הלוואות למעריב
	344,789,586		סה"כ השקעה עד כה במזומן
יוני 2014	24,000,000	4,811,587	ערבות ליתרת מניות גוסינסקי
	368,789,586		סה"כ השקעה במזומן וערבות

לסכומים אלו יש להוסיף עוד הלוואה של 15 מיליון ₪, כפי שדווח במאזן "מעריב" למחצית שנת 2012 מיום 31.8.12. מדובר בהלוואה שכנגדה יקבלו הבנקים המלווים פיקדון בסך של 15 מיליון ₪ מאחת מתברות הבת של "דסק"ש". לא ברור אם דירקטוריון של חברת בת זו, תהא החברה אשר תהא, יסכים להעביר סך של 15 מיליון ₪ כפיקדון, סך שכמובן אין כנגדו כל בטוחה מצד "מעריב".

ה. "מעריב" בתקופת "דסק"ש" – יוני 2011 עד אוגוסט 2012

- בתמצית ייאמר כי "מעריב" הפך לאבן שואבת של כספי "דסק"ש", שהיא המקור היחיד להזרמת כספים אליו כיום, בסכומים ניכרים, העולים על סכום הרכישה המקורי של 147 מיליון ₪.
- תוך חודשים ספורים מהזרמת ההון לקופת החברה של 132 מיליון ₪ ביוני 2011 (120 מיליון של "דסק"ש" ו- 12 מיליון של הכשרת הישוב), בחודש אוקטובר 2011 נדרשה הלוואת בעלים של "דסק"ש" ל"מעריב" בסך 50 מיליון ₪. הודעה על כך נמסרה בסוף אוקטובר 2011 לבורסה. כעבור חודש אחד בלבד,

בנובמבר 2011, נדרשה העברת הלוואה נוספת של 50 מיליון ₪. הלוואות אלו דווחו על ידי "דסק"ש" לבורסה. אין ספק, ל"מעריב" לא נותר כל מקור מימון אחר מלבד "דסק"ש", שהרי כבר הזכרנו כי "דסק"ש" היא הערבה בפועל בפני הבנקים על ההלוואות שנטלה "מעריב" בעבר וכל פניה לבנק מצד "מעריב", לקבלת הלוואה נוספת היתה מחייבת מתן ערבות של "דסק"ש" (או פיקדון באותו גובה, כפי שדווח לעיל ביום 31.8.12 בדוח הכספי האחרון, פיקדון של חברת בת של "דסק"ש").

3. מדיווח נוסף של "דסק"ש" לבורסה עולה כי בחודש יוני 2012 נדרשה הלוואה נוספת של 25 מיליון ₪.
4. בדצמבר 2011, לאור איום מצד מחזיקי האג"ח בדרישה לפרעון מוקדם של האג"ח, עקב מצבו הכספי הרעוע של "מעריב", נאלצה "דסק"ש" להשקיע עוד 33.4 מיליון ₪ לרכישת מרבית האג"ח (סדרה ד) שבידי הציבור, ובהמשך היא השקיעה עוד 18.4 מיליון ₪ לרכישת כל כמות האג"ח שהחזיקה הכשרת הישוב מסדרה זו.
5. אגב, פעולה זו תמוהה לדעתנו, שכן, ניתן היה לצפות שהכשרת הישוב לא תזכה לפרעון מוקדם של האג"ח שלה ב"מעריב". נהפוך הוא. היא היתה יכולה להמיר אותן למניות בחברה ולא להדרש לחילוץ, כפי שדרשו מחזיקי האג"ח מקרב הציבור. בכך היתה מביעה אמון בעתיד העיתון, שהיה בשליטתה משנת 1992, עת רכשה את השליטה בו מעזבונו של רוברט מקסוול המנוח. אבל הכשרת הישוב, כנראה, סברה אחרת. לא ברור, אם כך, מדוע "דסק"ש" הסכימה לצעד זה. במילים אחרות – גם זו עסקה שהדירקטוריון "דסק"ש" חייב יהיה להסביר: מדוע לוקחים מכספי "דסק"ש" (חברה ציבורית) כמעט 19 מיליון ₪ ומחלצים את הכשרת הישוב מהשקעה רעה, שהשקיעה באגח "מעריב"? מדוע זה היה מחוייב המציאות?
6. מבחינת הכשרת הישוב, עסקת "דסק"ש" התגלתה כמשתלמת. כנגד הזרמת הון חד פעמית של 12 מיליון ₪ ביוני 2011 היא חולצה מערבות למניות גוסינסקי בסך 6 מיליון דולר וכן קיבלה בהמשך תמורה של כ- 18 מיליון ₪ בגין אגרות החוב שהיו ברשותה.
7. לאור מצבה של "מעריב", לא נראה כי הכשרת הישוב יכולה לקבל תמורה עבור האג"ח שברשותה וחילוץ מערבות גוסינסקי בדרך יותר זולה.
8. בהמשך רכשה "דסק"ש" עוד 4.9% ממניות "מעריב" שבידי זכי רכיב תמורת 21 מיליון ₪.
9. **בסך הכול, במונחים תזרימיים הוציאה "דסק"ש" מקופתה במהלך 15 חודשים סך של 345 מיליון בגין רכישת "מעריב":** 147 מיליון ₪ ביוני 2011 ועוד 198 מיליון ₪ מאז יוני 2011 ועד למועד חו"ד זו. (לא כולל כאמור פיקדון נוסף של 15 מיליון ₪ כפי שצויין לעיל). נכון להיום, נותרה על כנה הערבות של "דסק"ש" למניות גוסינסקי לנאמני בנק הפועלים בסך של 6 מיליון דולר.
10. **כל זאת כאשר "מעריב" ממשיך במסלול ההפסדי שלו: שנת 2011 הסתיימה בהפסד תפעולי של 159 מיליון ₪, החצי הראשון של שנת 2012, כך הופתענו לגלות, הסתיים בהפסד תפעולי של 273 מיליון ₪. (!)**
11. **יתרה מזאת, בדוח הכספי של "מעריב" לסוף שנת 2011 ובדוח הכספי לרבעון הראשון של שנת 2012 ולרבעון השני של שנת 2012 מופיעה אזהרת "עסק חיי".**
12. **לאחר הזרמה כאמור של 345 מיליון ₪ ונטילת ערבות של כ- 24 מיליון ₪, בסך הכול כ- 370 מיליון ₪, שוב ניצב "מעריב" לפני שוקת שבורה, או שמא זאת "דסק"ש" הניצבת שם, וכל המתבונן שואל את עצמו: כיצד ועל מה ולמה הביאה "דסק"ש" את עצמה למצב המביך הזה ומתי וכיצד ייפסק המחול המקברי שבו כספי החברה הציבורית "דסק"ש" מושקעים, נשפכים, לבור ללא תחתית, הלא הוא עיתון "מעריב".**
13. ביום 18.7.12 על פי כתבה באתר "דה מרקר" לאותו יום, בהופעה בבית הדין לעבודה שנסבה על התנגדות ועד העיתונאים ב"מעריב" לפיטורי מספר עיתונאים, הודיע נציג "מעריב" בבית המשפט, עו"ד נחום פינברג: "העיתון במצב הכי גרוע שיכול להיות, אנחנו נמצאים לא בהערת עסק חי, אלא במצב חמור יותר, אין לנו

זמן לתכניות הבראה, הבנק עומד בפתח ורוצה מאיתנו כסף.... אין כסף לשלם משכורות לחודש הבא" בהמשך אותו היום נמסרה הודעה מהנהלת "מעריב" המסתייגת מקביעת היועץ המשפטי שלה ונאמר כי יש כסף לשלם משכורות לחודש הבא.

14. אכן צדקה הנהלת "מעריב". כל עוד מאשרת הנהלת דסק"ש להזרים כספים נוספים לעיתון, וככל שכסף זה יוזרם, לא תהיה מניעה לשלם משכורות לכ 2000 עובדים ב"מעריב".

15. הנהלת העיתון מוצאת עצמה עסוקה רוב זמנה בתכניות קיצוצים בלתי נגמרות, שימועים לקראת פיטורים של עיתונאים, מהם בכירים ביותר, הופעות בבית דין לעבודה ומאמץ בלתי פוסק להקטנת בהוצאות. ספק הוא אם אלו התנאים וזאת האווירה להביא מפנה חיובי בעיתון.

16. יתרה מכך, השינויים התכופים בעיתון, שינויים פרסונליים של מנהלים כלליים, מנהלי כספים ואנשי הנהלה אחרים, החלפת עורכים ראשיים, פיטורי עיתונאים, מהם ותיקים ומוכרים מאד, שינוי בקונספציות עסקיות, שינוי במיקוד של העיתון, שינוי במבנה מוספי העיתון, הודעות על צמצום המהדורה המודפסת ומעבר למהדורה דיגיטלית, הודעה על שיתוף פעולה עם עיתונים אחרים (מתחרים :.) כל אלו מעידים כי לא היתה מעולם להנהלת "דסק"ש כל תכנית פעולה רצינית ומשכלת, שמחשבה בצידה, כאשר נטלה לידה את השליטה בעיתון לפני 15 חודש.

17. לא היתה תכנית עסקית רצינית, לא תכנית אסטרטגית ולא כל תכנית אחרת. אולי חשבה ההנהלה שהעניינים יסתדרו "תוך כדי תנועה" או שבמשך הזמן יצוצו פתרונות, כאלו שלא נמצאו כבר למעלה מ- 10 שנים.

18. יש לזכור כי רוב העובדים בעיתון (370 עיתונאים, 1327 אנשי שיווק והפצה, 177 אנשי ייצור ו 136 עובדי מנהלה ובסך הכל 2010 איש לסוף שנת 2011) מאוגדים בוועדי עובדים ומשמעות הדבר היא כי לא בנקל ניתן יהיה לבצע את צעדי היעול והחיסכון שהנהלת העיתון מבקשת ליישם.

19. "דסק"ש" מחזיקה כיום, יחד עם מניות גוסינסקי לשעבר שהיא ערבה להן, כ- 70% מהון המניות של "מעריב" והכשרת הישוב מחזיקה ב- 27.6%. אחוז קטן ביותר של מניות החברה, 2.4%, נותרו בידי הציבור הרחב.

מבנה נוכחי של אחזקות במעריב		
מחזיק המניה	מספר מניות	באחוזים
דסק"ש	75,487,376	65.9%
דסק"ש, ערבות למניות גוסינסקי	4,811,587	4.2%
סה"כ דסק"ש אפקטיבית	80,298,963	70.1%
הכשרת הישוב	31,284,064	27.3%
עופר נמרודי	268,727	0.2%
הציבור הרחב	2,709,847	2.4%
סך הכול	114,561,601	100.0%

20. נראה כי לא חל ב"מעריב" כל שינוי מגמה ולא שינוי כיוון מאז כניסת "דסק"ש".

21. בשנת 2011 חלה ירידה של 24% במספר גיליונות העיתון שהופצו, כך על פי דוח המנהלים לשנת 2011. העיתון נדרש להזרמה של 100-150 מיליון ₪ בשנה לפרנס את ההפסד התפעולי, שמתורגם ישירות להפסד תזרימי, כפי שניתן להיווכח מעיון בדוחות החברה לשנת 2011 והדוח הרבעוני לשנת 2012.

22. מידיעות באתרי אינטרנט העוסקים בתקשורת עולה כי מורל העובדים והעיתונאים ירוד, המשכורות נמוכות, לאחר אינספור תוכניות הבראה וקיצוצים ולא נותר בעיתון קדר כותבים מרכזי ויצב, שהוא השדרה המרכזית שעליה בנוי כל עיתון.

23. מעת לעת מודיעות "דסק"ש" וגם "מעריב", על תכניות עסקיות חדשות, שינויים ארגוניים, צעדי התייעלות, מיתוג מחדש, מינויים חדשים של מנהלים, ועוד צעדים כאלה ואחרים, כהנה וכהנה, שכמותם נשמעו בעשור האחרון פעמים הרבה.

לעתים, הצעדים שעליהם מודיעה ההנהלה סותרים את הצעדים שעליהם הודיעה קודם לכן: קידום והגדלת העיתון המודפס, הרחבת מוספים, הגדלת מספר עמודים, ואח"כ: צמצום המהדורה המודפסת, מעבר למהדורה דיגיטלית, שיתוף פעולה עם עיתונים אחרים ועוד צעדים.

עיתונאים בכירים בעלי שכר גבוה נקראים לשימוע שסופו פיטורים וכוח האדם האיכותי בעיתון, שכבר דולל במשך עשור, הולך ומתמעט. לכל זאת יש כמובן גם השלכה על מעמדו של העיתון, היקף התפוצה שלו, היקף הפרסום ומחיר המודעות. צעדים אלו לא נראים כמו מהלך עסקי מתוכנן אלא כניסיון להציל ספינה טובעת.

24. נראה כי כל הצעדים שהוצעו בשנה האחרונה, שלא צלחו בעבר, אין להם כל סיכוי בהווה ואין ממש מאחוריהם. התבוננות בצעדי ההנהלה מביאה למסקנה כי לא היתה כל תכנית מוקדמת מצד "דסק"ש" להתמודד עם האתגר של ניהול עיתון הנמצא מזה עשור בקשיים והפסדים חמורים. כמו כן, לא היתה כל תכנית עסקית רצינית, וכל מה שנעשה כיום, כאשר העיתון נמצא בעין הסערה, נעשה במצוקת הרגע, בעיקר מצוקת תזרים המזומנים ואין אור בקצה המנהרה החשוכה הזאת.

25. לאחרונה היו פרסומים בתקשורת לפיהם חברת "מעריב" עומדת לפטר חצי מהעובדים ולהפסיק להפיץ את המהדורה הכתובה באמצע השבוע ולהתמקד במהדורת האינטרנט (ונוכח כי מהדורת האינטרנט הנוכחית, NRG, מספקת בקושי כ- 4% בלבד מההכנסות של מעריב), ושואל השואל האם זו אכן הדרך להצלת החברה. לאור מה שקרה בעיתון מאז רכישת השליטה על ידי "דסק"ש", קשה לדעת האם יש להתייחס ברצינות להודעות אלו ובעיקר קשה לראות כיצד צעדים אלו, ככל שיבוצעו, יביאו איזה שהוא שנוי.

26. גם אם נניח שרכישת מעריב ביטאה יומרה מצד הנהלת "דסק"ש" לקחת עסק חולה ולהבריא אותו, נראה כי לאחר 15 חודשים העסק הוא כבר הרבה יותר חולה מאשר היה טרם כניסת "דסק"ש, ומזור אין. בכל יום המצב קשה מקודמו. להערכתי המקצועית הדבר היה ברור וידוע מראש בעת שנחתמה ואושרה העסקה ולא היה צורך במומחיות רבה כדי להבין זאת. ההתפתחויות הדרמטיות של הימים האחרונים מוכיחות כי מדובר למעשה במצב נואש, חסר כל תקווה לחלוטין.

ו. אומדן הערכת הנזק שנגרם לבעלי המניות ב"דסק"ש" כתוצאה מעסקת "מעריב"

1. הניתוח הכלכלי שהוצג לעיל עסק בעבר, קרי ב - 12 השנים האחרונות שבהן צברה החברה הפסד מצטבר של כ - 1039 מיליון ₪, עם דגש על 15 החודשים האחרונים, מאז כניסת "דסק"ש", שבמהלכם הוציאה "דסק"ש", במזומן ובערבות סכום המתקרב ל - 370 מיליון ₪.

2. כדי להעריך את הנזק שגרמה עסקת "מעריב" למשקיעים ב"דסק"ש", יש לעסוק גם בעתיד, לנסות להעריך מה יכולה להיות "אסטרטגית היציאה" של "דסק"ש" מהמצב הקשה אליו נקלעה בעטייה של עסקה כושלת זאת. בניית חלופות לעתיד ניתן רק לבצע הערכות ולא להתבסס על נתונים מוכחים ובדוקים כפי שנעשה בנייתו עד כה.

3. נראה לנו כי על מנת לנסות להחלץ מהמצב הנוכחי יש ל"דסק"ש", עקרונית ולכאורה, שלוש חלופות פעולה:

- א. לנסות לשנות כיוון בעיתון כפי שהוא, במגמה לעצור את מהלך ההפסדים שאפיין את 12 השנים האחרונות. (זה כאמור מה שהיא מנסה לעשות עכשיו, לפטר עובדים, להתמקד בפעילות האינטרנט, ולהוציא מהדורה מודפסת רק בסופ"ש)
- ב. לסגור את העיתון כדי להפסיק באחת את הדימום הכספי הבלתי נפסק.
- ג. לנסות למכור את העיתון לגורם מתעניין או ליצור איחוד בינו לבין עיתון קיים, איחוד מלא או איחוד בחלק ממערכות הייצור או ההפצה.
4. הסיכוי לשנות את מתווה ההפסד (ההולך וגדל) שבו נמצא העיתון מזה 46 רבעונים (!) נראה לנו קלוש, שלא לומר אפסי.
5. בימים אלו התפרסמו ידיעות בתקשורת על צמצומים, בעקבות הפסדים, בעיתון "הארץ" ובמוסף הכלכלי שלו "דה מרקר". מדובר על צמצום דרסטי של 25% במצבת העיתונאים. גם בידיעות אחרונות ובכלכליסט יש כוונה לצמצם הוצאות ולפטר עיתונאים.
- יתכן ששוק הפרסום בארץ אינו יכול לפרנס חמישה עיתונים יומיים מרכזיים ("ישראל היום" "ידיעות אחרונות" "הארץ" "גלובס" "מעריב") ונראה כי "מעריב" הוא החוליה החלשה, הפגיע ביותר מבין חמשת העיתונים הללו.
6. ההיסטוריה הפיננסית של "מעריב" בעשור האחרון יכולה לתת לנו פרספקטיבה לגבי השקעות "דסק" בעיתון ושוויים העתידי. כל הלוואות הבעלים שניתנו, על ידי הכשרת הישוב, גוסינסקי ורכיב, לא נפרעו ובפועל הומרו למניות, מניות שערכן הלך ונשחק במקביל להצטברות ההפסדים לאורך העשור. איננו רואים כיצד יוכל "מעריב" לפרוע את "אג"ח סדרה ד' שרכשה "דסק" מהציבור ומהכשרת הישוב בסך של 51 מיליון ₪.
- איננו רואים מקור אפשרי ממנו יוכל "מעריב" לפרוע את הלוואות הבעלים החדשות שקיבל מ"דסק" במרוצת 15 החודשים האחרונים, בסך כולל של 125 מיליון ₪.
7. על פי הערכת שווי הוגן שהזמינה "מעריב", מחברת קסלמן פיננסים, השווי ההוגן של הלוואות בעלים אלו הוא כ- 40% מערכן ביום קבלתן, וכך הן מופיעות בספרי "מעריב". בשווי מופחת. המשמעות הכלכלית היא ברורה: הלוואה של 50 מיליון שנתנה "דסק" ל"מעריב" באוקטובר 2011 הביאה מיידית להפסד כלכלי של 30 מיליון ₪ ל"דסק", שכן ערכה בספרי "מעריב" הופחת מיידית ב-60%.
- דעתנו היא, כי "דסק" תצטרך למחוק גם את 40% הנותרים, באין יכולת פרעון ל"מעריב".
8. **במלים אחרות: "דסק" לדעתנו לא תראה כל החזר מאותם 370 מיליון ₪ וכנראה תידרש להוצאות נוספות, כבר השנה, מעבר לסך זה.**
- צריך גם לציין כי שנת 2012 והשנים שיבואו אחריה, תהיינה עוד יותר קשות לעיתון מהעשור הקודם, שבו הפסיד למעלה מ-700 מיליון ₪. המשבר הכלכלי, זה המקומי וזה הגלובלי, מכה בכל עסק, ובענף העיתונות המודפסת כולו ובוודאי ב"מעריב".
7. **לאור כל זאת, אין אנו רואים כיצד "דסק" תוכל להחזיר לעצמה חלק כלשהו מהסכום של כ- 370 מיליון ₪ אשר העבירה לעיתון, ישירות ובעקיפין, במהלך 15 החודשים האחרונים. יתרה מכך, יש יסוד מוצק לחשוב שהסכום הסופי, סך כל הוצאות "דסק" בגין עסקת "מעריב", יעלה על הסך הזה.**
8. **בנסיבות אלו, אומדן נזק של 370 מיליון ₪, יוכל אפילו להחשב שמרני.**

ו. סיכום ומסקנות

1. לאחר פרק זמן לא ארוך, שנה וחצי שחלפה לה מאז מרץ 2011, בקופת "דסק" יש 345 מיליון ₪ פחות ממה שהיה בה בראשית התקופה, בגין עסקת "מעריב". בנוסף, יש ערבות מאיימת של 24 מיליון ₪, שניתנה לטובת בנק הפועלים בגין מניות גוסינסקי, שאל נכון תמומש.
2. ושוב מופיעה אזהרת "עסק חי" במאזן מעריב לסוף שנת 2011 ובמאזן לסוף החצי הראשון של שנת 2012, בניסוח אף נחרץ יותר ממה שמצאנו בספרי "מעריב" לסוף שנת 2010, במרץ 2011, בטרם כניסת "דסק" ל"מעריב".
3. כאז כן עתה, כמו כל גוף כלכלי שעומד על סף חדלות פרעון, שוויה של "מעריב" הוא קרוב לאפס, ואולי אף מתחת לזה, בהתחשב בעובדה שלא בנקל תוכל "דסק" לנטוש את הספינה הטובעת, כפי שכבר נטשו אותה הבנקים, מחזיקי האג"ח, ובעלי השליטה הקודמים.
4. כל חודש נוסף מחייב לפחות הזרמה של 10 מיליון ₪ ל"מעריב", כדי לממן את ההפסד השוטף שמיתרגם מידיית לגרעון תזרימי (התזרים השוטף לחצי הראשון של 2012 היה מינוס 66 מיליון ₪).
5. שוויה הבורסאי של מעריב" נכון למועד כתיבת חוות דעת זו, הוא 297 מיליון ₪, אך כבר הערנו לגבי אי סחירות המניה, ולפיכך אין למחיר זה כל משמעות כלכלית. מאז רכשה "דסק" את השליטה ב"מעריב" שווי השוק בבורסה של "מעריב" ירד ב 30%, אך כפי שהבהרנו בחוות דעת זאת, זה לא "הסיפור" של רכישת השליטה בעיתון ע"י "דסק". הסיפור האמיתי הוא אובדן, ודאי לדעתנו, של כ- 370 מיליון ₪ שכבר יצאו מקופת "דסק" ועוד עשרות מיליונים נוספים, אם לא למעלה מכך, שעוד יצאו בעתיד, הלא כל כך רחוק.
6. ברבע השני של שנת 2012 רשמה "דסק" הפסד של 868 מיליון ₪, חלקה בתוצאות העסקיות של החברות המוחזקות שלה. מתוך סכום זה תרמה "מעריב" הפסד של 173 מיליון ₪, כ- 20% מכלל ההפסד וזאת על אף העובדה שמדובר בחברה קטנה יחסית, שמהווה פחות מ 1.5% מסך המאזן של "דסק". (עמוד 2 סעיף 1.1 בדוח הדירקטוריון של "דסק" לרביע השני של 2012). הנה כי כן, גם השקעה קטנה לכאורה בעסק שמחזורו הכספי לא יגיע השנה ל 250 מיליון ₪, יכולה להביא להפסד כואב ל"דסק", כפי שקרה בהשקעה ב"מעריב".
7. וכמובן, אין להתעלם מהנזק התדמיתי, פגיעה במוניטין, השקעת זמן מצד המנהלים אשר עניין "מעריב" אינו יורד לרגע מסדר היום שלהם, סדר יום עמוס בבעיות חמורות נוספות, כידוע לכל מי שקורא בעיתונות הכלכלית בישראל. השקעת "דסק" ב"מעריב" מהווה רק 1.5% מסך השקעות "דסק", אך תרומתה להפסדים היא כמובן גדולה, וכאמור, מדובר בבעיה שכל הזמן נמצאת על סדר יומם של מנהלי "דסק".
8. בדיווח לבורסה מה 1 במרץ 2012 הזכירה "דסק" את העובדה, שכבר פרסמה קודם לכן, שהיא שוקלת הצעת רכש מלאה לכלל מניות "מעריב", דבר שיביא למחיקת המניה מהבורסה. לאור כל מה שהוצג לעיל ניתן להבין את מניעי "דסק", לצעד זה. אך המחיקה, ככל שתהיה, לא תפתור כמובן את בעיית "מעריב" של "דסק". כל שהיא תעשה הוא להעלים את המידע הרב והקודר, אשר מספקים לנו הדיווחים של העיתון מידי רבעון, ואולי זאת הסיבה העומדת בבסיס הרעיון.
9. היתכן כי רק שיקולים כלכליים עמדו בפני "דסק" כאשר יצאה לדרכה לפני שנה וחצי, למסע חסר הפשר הזה, שמי ידע עוד כמה דם ודמים עוד יקוז ממנה?
10. לסיום, יצוין כי רכישת השליטה במעריב לא יצרה לדסק שום סינרגיה עם יתר עסקי.
11. להלן מצאתי לנכון להביא דברים בשם אומרם, את דברי רואה החשבון של החברה כפי שהופיעו במאזן החברה ל 30.6.12 אשר פורסם ביום 31.8.12:

מבלי לסייג את מסקנתנו הנ"ל, אנו מפנים את תשומת הלב לגרעון בהון ולגרעון בהון החוזר בדוחות הכספיים המאוחדים של החברה ליום 30 ביוני 2012 ולתזרים המזומנים השלילי בדוחות המאוחדים מפעילות שוטפת לתקופות של שישה ושלושה חודשים שהסתיימו באותו מועד כמפורט בבאור ד1(1) ולתוכנית ההנהלה להתמודדות עם המצב הפיננסי והעסקי של החברה כמפורט בבאור ד1(2) להלן.

בהיעדר תוכנית מגובשת לכיסוי הגרעון התזרימי החזוי ולאור אי הוודאות בדבר קבלת מקורות מימון זמינים ובדבר מימוש התוכנית העסקית של החברה במלואה ובכללה קבלת אשראי מתאידיים בנקאיים, מימוש נכס, הזרמת כספים נוספים לחברה ממשקיע חיצוני ושינוי במתכונת הפעילות, קיימת אי וודאות בדבר יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה. לפיכך קיימים ספקות משמעותיים בדבר המשך קיומה של החברה כעסק חי. יצוין, כי בדוחות כספיים אלו לא נכללו התאמות כלשהן לגבי ערכי הנכסים וההתחייבויות של החברה וסיווגם, שייתכן שהייתה נדרשות אם החברה לא תוכל להמשיך ולפעול כעסק חי.

כמו כן, מבלי לסייג את מסקנתנו הנ"ל, אנו מפנים את תשומת הלב לאמור בבאור 4 לדוחות הכספיים בדבר חשיפה לאישור בקשה להכרה בתובענה כייצוגית.

קוסט פורר גבאי את קסירר
רואי חשבון

תל-אביב,
31 באוגוסט, 2012

בסופו של יום, ההפסד האסטרטגי שהסתכם לסך של 244 מיליון ₪ ברבעון האחרון לא אמור היה להפגיע את מי שהתבונן במסלול השקיעה של העיתון בעשור האחרון ובעיקר בהתרסקות של השנתיים האחרונות. בשנתיים אלו הפסיד העיתון מידי רבעון כ 40-30 מיליון ₪. אל ההפסד "הרגיל" הזה חברו הפסדים נוספים שהגיעה העת, כך חשבו רואי החשבון של "מעריב", לתת להם בטוי הולם בספרים. וכך נרשם ברבעון זה הפסד מיוחד מהורדת שווי בסך 140 מיליון ₪ של מכונות וציוד, שדומה כי כבר בעתיד הקרוב לא יהיה שימוש להם. וכך נרשמה ירידה במוניטין של 28 מיליון ₪, מוניטין שכבר מזמן היה קיים רק בספרים ולבסוף היה צורך לרשום הפסד בגין הפיטורים הרבים שעל הפרק, עוד 31 מיליון ₪. דומה כי בכך לא תם הסיפור וגם ברבעונים הקרובים יהיה צורך לרשום הפסדים רגילים ועוד הפרשות שונות, שכל עסק העומד בפני סגירה חייב בהן.

ד"ר מאיר אמיר
4 בספטמבר 2012