

חוות דעת כלכלית

הערכת שווי לחברת קייטרינג ממון שמעון ובניו בע"מ

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

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

נתבקשתי על ידי חברת קייטרינג ממון שמעון ובניו בע"מ (להלן: "החברה") להכין הערכת שווי למניותיה, לצורך הליך שומתי המתנהל בין החברה ובעלי מניותיה, מר יוסף ממון (להלן: "יוסף") ומר מאיר ממון (להלן: "מאיר") לפקיד שומה טבריה, תוך התייחסות להערכת שווי לחברה, שנערכה על-ידי רו"ח אילן מויאל, מנהל תחום הערכות שווי ושנוי מבנה עסקי בחטיבה המקצועית של מס הכנסה (להלן: "הערכת שווי רשות המיסים").

אני נותן חוות דעת 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.

אלה פרטי השכלתי:

1972 – תואר בוגר בכלכלה ופילוסופיה. האוניברסיטה העברית בירושלים.

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

ניסיוני המקצועי ותפקידים שמילאתי 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 אורבניים, הקמת קרן הון סיכון, חממות מדע תעשייתיות ועשרות פרויקטים נוספים.

1992-2020- בעלים של חברה לייעוץ כלכלי, חברת ד"ר מאיר אמיר ושות' בע"מ. החברה ביצעה למעלה מ 400 פרויקטים כלכליים מיום הקמתה, כולם בוצעו אישית על ידי הח"מ. החברה עוסקת בהערכות שווי, הכנת תכניות 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

להלן רשימה חלקית של חוות דעת מומחה שכתבתי בשנים האחרונות:

1. חוות דעת למשרד האוצר ולאגוד בתי אבות ודיור מוגן בישראל – מכרז למתן שירותים גריאטריים. יחד עם ירום אריאב (לשעבר מנכ"ל משרד האוצר).
2. חוות דעת לאגוד 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 החברה המרכזית למשקאות בע"מ(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). בית המשפט אישר את הגשת התביעה הנגזרת ב- 9.8.15.
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 המחוזי 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). הבקשה אושרה בבית המשפט המחוזי מרכז באפריל 2016.
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 השלום 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 (ישראלמקו, אקוויטל, יואל).
13. חוות דעת עבור ההסתדרות וועדי העובדים בנמלים 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 חריגות 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 למשרד האוצר על הארגון מחדש של ענף המחצבות בישראל. (בשיתוף עם חברת פז הנדסה וכלכלה).
17. שתי חוות דעת שהוגשו לבית הדין לעבודה בתל אביב שעוסקות בזכויות של עובדים שפרשו מהחברה לקבלת תמורה על עבודתם וזכותם להמשיך ולפעול באותו תחום עיסוק.

18. חוות דעת שהוגשה לבית המשפט המחוזי בירושלים במסגרת בקשה לאישור תביעה נגזרת מצד אחד מבעלי המניות בחברת מלון שלום בע"מ.
19. חוות דעת שהוגשה למחלקה הכלכלית בבית המשפט המחוזי בת"א במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד החברות הציבוריות דורי בניה ודורי קבוצה בגין הפסדים של מאות מיליוני ₪ שלא דווחו למשקיעים במועדם.
20. שלוש חוות דעת שהוגשו מטעם עיריית נס ציונה לבית המשפט כתגובה לתביעות שעניינן גובה אגרת הביוב והיטל הביוב בנס ציונה.
21. חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בתל אביב (המחלקה הכלכלית) בתביעה נגזרת נגד הדירקטורים בחברת בזק וכנגד חברת הייעוץ מריל לינץ בגין עסקת בעלי ענין ברכישת מניות יורוקום בחברת יס על ידי חברת בזק (2015).
22. חוות דעת לאיגוד חברות אנרגיה מתחדשות בישראל באשר לתועלת למשק מפיתוח התעשייה הסולארית (יחד עם ירום אריאב).
23. חוות דעת להסתדרות הציונית העולמית בגין המרצת פתיחה שהוגשה נגדה ונגד חברת אוצר התיישבות היהודים (אוה"ה) על ידי החברה לאיתור והשבה של נכסי נספי השואה לבית המשפט המחוזי בת"א לחלוקת מניות בל"ל שברשות אוה"ה כדיבידנד בעין.
24. חוות דעת מומחה בבקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד חברת פיליפ מוריס, בעלת מונופול בשוק הסיגריות בישראל, בגין גביית מחיר מופרז על הסיגריות ששווקה בשנים 2011-2016. (2016)
25. חוות דעת מומחה בתביעה נגד מגדל חברה לביטוח בגין הפרת זכויות היוצרים של הציר המנוח יעקב וכסלר בעת הפקת לוחות השנה של החברה. (2016)
26. חוות דעת מומחה שהוגשה לבית המשפט העליון על ידי איגוד החברות לביטוח חיים בתביעה נגד המדינה באשר לאי הנפקת אג"ח מיועדות לבעלי פוליסות ביטוח מנהלים. יחד עם ירום אריאב. (2016)
27. חוות דעת מומחה בבקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד חברות בזק בינלאומי, פרטנר וסלקום בגין גביית מחיר בלתי סביר ממתקשרים מזדמנים בשיחות בינלאומיות יוצאות. (2016)

28. חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בירושלים בתביעה ייצוגית נגד חברת בזק בגין גביה בלתי מוצדקת של כספים מציבור משתמשי שירות שיחה משלימה בעת פניה למוקד 144. הבקשה אושרה וחוות הדעת עוסקת באומדן סכום ההשבה. (2016)
29. חוות דעת מומחה בהליך בוררות בין רשות שדות תעופה לחברה הציבורית ממן באשר לחישוב הסכום שהרשות אמורה לשלם לממן עבור פדיון השקעות עבר של ממן במסוף המטענים בשדה התעופה בן גוריון. חוות הדעת נכתבה עבור הרשות. (2016)
30. חוות דעת מומחה בנושא התפוסה בבתי החולים הסיעודיים. (2017)
31. חוות דעת מומחה לבית המשפט המחוזי בחיפה ולבית המשפט העליון בסכסוך בין חברת חיפה כימיקלים לעיריית חיפה בנושא מיכל האמוניה ביחד עם ירום אריאב. (2017)
32. חוות דעת עבור החברות שפיר הנדסה ועזריאלי באשר לחלוקת הגז הטבעי בישראל. (2017)
33. חוות דעת לעיריית אשדוד בעניין גובה היטל ההשבחה בגין בניית נמל חדש בעיר, נמל הדרום, ע"י זכיינים. (2018)
34. חוות דעת מומחה לבית המשפט העליון בנושא מיסוי הסיגריות ומוצרי הטבק בישראל. (2018)
35. דו"ח בודק מטעם בית המשפט לעניין הסדר פשרה. בז'רנו נגד יינות ביתן. (2018)
36. חוות דעת מומחה לבית המשפט בתמיכה לבקשה לאישור תובענה ייצוגית נגד קרן הגשמה.
37. חוות דעת מומחה לבית המשפט העליון עבור משרד התרבות בקשר לתביעה נגד המשרד באשר לדרך תקצוב תיאטראות בישראל על ידי המשרד
38. חוות דעת לבית המשפט העליון עבור משקי עמק המעיינות בעתירה על גובה היטל מים שהוטל עליהם על ידי המדינה
39. חוות דעת לבית המשפט (יחד עם ירום אריאב) עבור קרן ריט 1 בהליך משפטי מול מס הכנסה באשר לקביעת מס רכישה על רכישת מגדל היובל בתל אביב
40. חוות דעת לארגון רופאי המדינה לקראת משא ומתן קיבוצי חדש בין המדינה לרופאים.

41. חוות דעת מומחה לבנק לאומי לישראל (יחד עם ירום אריאב) בתובענה ייצוגית שהוגשה נגדו לתשלום מאות מיליוני ₪ לניצולי שואה.
42. חוות דעת מומחה לחברת שפיר הנדסה בע"מ (יחד עם ירום אריאב) בנושא מחצבת ורד ערה בהליך גישור מול רשות מקרקעי ישראל

חוות דעתי מתבססת על ביקור במפעל החברה ביום 19/08/2019 וכן על המסמכים שלהלן:

- א. הסכם גישור שנחתם בין יוסף ורעייתו, מאיר ורעייתו והחברה ביום 10/03/2016 (להלן: "הסכם הגישור").
- ב. מאזן החברה ליום 31/10/2015.
- ג. מאזן מבוקר של החברה לשנת 2015.
- ד. מאזן מבוקר של החברה לשנת 2016.
- ה. הערכת שווי רשות המיסים
- ו. הסכמים עם לקוחות מהותיים של החברה.
- ז. הערכת שמאי משנת 2013 של המבנה של החברה.
- ח. מסמכים ותכתובת המעידים על כניסת מתחרה בתקופת ההסכם עם מילגם - לגנים בטבריה.
- ט. אישור רואי חשבון על התחייבות לפיצויים שלא נכללה בדוח לשנת 2015.
- י. תעודת שף סוג 5 של יוסף ממן.
- יא. פרופיל החברה.
- מצ"ב לחוות דעתי המסמכים לעיל.

מטרת חוות הדעת:

מטרת חוות הדעת הינה להעריך את שווי החברה לצורך הליך שומתי המתנהל בין החברה ובעלי מניותיה, לפקיד שומה טבריה וכן לבחון את הערכת שווי רשות המיסים.

מבנה חוות הדעת:

במסמך להלן ארבעה פרקים קצרים :

פרק ראשון – רקע קצר על החברה, ההיסטוריה שלה, לקוחות החברה, פוטנציאל הרווח העתידי של החברה והסכם הגישור.

פרק שני- הערכת שווי לחברה על פי מיטב הערכתי.

פרק שלישי- דיון ביקורתי על הערכת שווי רשות המיסים.

פרק רביעי- סיכום ומסקנות.

פרק א - חברת קייטרינג ממון שמעון ובנין בע"מ - רקע קצר

1. בשנת 1996 הקימו האחים יוסף ומאיר ממון מפעל לאספקת ארוחות מוכנות, קייטרינג, באזור התעשייה שליד צומת גולני. לתחום זה נכנסו לאחר שעבדו, בעיר הולדתם טבריה, שנים רבות בתחום המזון וההסעדה בחנות שהקים עוד אביהם המנוח. בשנה זו נרשמה חברת קייטרינג ממון שמעון ובנין בע"מ כל פעילות החברה היא בתחום הקייטרינג.
2. חלוקת התפקידים בין האחים היתה שיוסי שימש בתפקיד מנכ"ל החברה ומאיר ניהל את המטבח (ראה פרופיל חברה מצ"ב)
3. אספקת הקייטרינג של החברה היא של ארוחות צהריים חמות, כולל בשר, שמבושלות ונארזות במפעל מדי יום, ומשונעות ללקוח על ידי החברה. החברה היא בעלת הקרקע של המפעל, המבנה, הציוד וצי הרכב הנדרש לשינוע המנות המוכנות אל הלקוח. מספר העובדים הוא כ-40, מחציתם נהגים ומחציתם עוסקים בהכנת המנות ואריזתן.
4. לקוחות החברה הם בעיקר מוסדות חינוך וחברות המספקות ארוחה חמה לעובדים בצהריים. מחיר המנה נע בין 15-25 ₪ ליחידה והוא נקבע בהליכי מכרז תחרותי שהחברה משתתפת בהם תקופתית. **הלקוח העיקרי שלה הוא משרד החינוך**, באמצעות חברת הניהול מלגם, שמממן מתקציבו קרוב ל- 10,000 מנות חמות מדי יום, חמשה ימים בשבוע בתקופת הלימודים, לגני ילדים ובתי ספר באזור הצפון, ברדיוס נסיעה של חצי שעה עד שעה ממפעל החברה. לקוח זה אחראי על כ- 85% מפעילות החברה. לקוח נוסף הוא חברת החשמל, שאחראית לכ-10% מפעילות החברה, שמספקת ארוחות למספר אתרים של חברת החשמל בצפון. בנוסף, מעת לעת החברה מספקת ארוחות לגורמים ציבוריים מוניציפליים שונים – בעיקר, בהיקף פעילות כולל של כ - 5%.

5. המחזור העסקי של החברה בשנים הרלוונטיות היה כדלקמן : שנת 2013 – 16,458 אש"ח, שנת 2014 – 18,384 אש"ח ושנת 2015 – השנה הקובעת לעסקת המכר – 17,397 ₪. ממוצע המחזורים בשלוש שנים אלו שהיו הבסיס לעסקת המכר בין הצדדים היה 17,413 אש"ח (הצדדים לצורך המו"מ התבססו על דוח בלתי מבוקר ליום 31 באוקטובר 2015)

הערכת סיכונים

6. לצורך ביצוע הערכת שווי יש לקחת בחשבון את כל מרכיבי הסיכון העסקי שהחברה עומדת בפניהם, אשר להם השפעה מכרעת על שווי החברה:

- א. החברה תלויה באופן טוטאלי בלקוח אחד, משרד החינוך, שמייצר 85% ממחזור פעילות החברה, שאם תאבד אותו דינה להיסגר. ההתקשרות עם הלקוח הזה היא באמצעות מכרז פומבי, שנערך אחת לשלוש עד ארבע שנים, שבו נקבע מחיר המנה שאותו תקבל החברה בתקופת המכרז. יצוין, כי בהתאם לתנאי ההסכם בין החברה למשרד החינוך, לאחרון אפשרות לסיים את ההתקשרות עם החברה, בתום כל שנה.
- ב. גם הלקוח השני, חברת חשמל, הוא לקוח אסטרטגי שמייצר כ- 10% ממחזור פעילות החברה. גם שם מדובר בהליך מכרז, תחרות על המחיר, שהחברה יכולה שלא לזכות בו. מדובר בשלושה אתרים נפרדים של חברת חשמל, שלושה מכרזים שונים. לפי כללי חברת חשמל, אחת לתקופה של 8 שנים, משמע תקופה של שני מכרזים, אין החברה רשאית להשתתף במכרז נוסף.
- ג. החברה פועלת ממבנה מיושן וגם הציוד הבסיסי אינו מודרני ומתקדם. הדבר ידוע לשני לקוחות העוגן של החברה שיחד אחראים לכ- 95% מפעילותה.
- ד. ואמנם, נמסר לנו על ידי החברה, כי קיבלה לאחרונה הודעה ממשרד החינוך כי בכוונתו להכניס ספק נוסף וכך לצמצם את מספר המנות שהוא מזמין מדי יום, אפשרות שניתנת מתוקף המכרז הקיים, וזאת כדי לעודד מתחרים שהמפעל שלהם מתקדם וחדשני יותר משל החברה. ואכן, בין פגישתי עם יוסף ממן ולמועד הכנתי את חוות הדעת נמסר לי כי לקוח המייצר רווח גולמי של כ- 1 מיליון ₪ לשנה, שהיה אחד מיעדי ההספקה של החברה דרך משרד החינוך שנים רבות, נגרע מהרשימה על פי החלטת משרד החינוך (הפסד של גנים בטבריה כ- 2000 מנות ביום במחזור שנתי של כ- 4 מיליון ₪ בשנה). (רצ"ב תכתובת עם מנהלת מפעלי ההזנה והעתקי חשבונות המעידים על הצניחה במחזור).

ה. ענף המזון המוכן למקומות עבודה ומוסדות, הקייטרינג, הוא ענף בעל שיעור סיכון גבוה הנתון לתקינה ובקרה הן מצד הלקוחות והן מצד משרד הבריאות. כל תקלה נקודתית, מזון פגום, תלונות על מיחושי בטן או קלקולי קיבה, שיכולות לקרות עקב אירועים שלחברה אין שליטה עליהם (איחור בהגשת המנות אצל הלקוח, הגשת המזון באופן לא סטרילי ועוד) יכולים להביא להפסקת התקשרות עם החברה ומקרים כאלו כבר אירעו בעבר, אם כי לא לחברה עצמה

ו. **החברה תלויה באופן מוחלט באחד השותפים, יוסף ממון, שבלעדיו היא לא תוכל לפעול.** הוא אחראי על קניית חומרי הגלם השבועית, על ייצור המנות ואריזתן, על לוגיסטיקת השינוע, על קשרי לקוחות, על כוח האדם ועל מערכת הכספים והנהלת חשבונות. הוא נמצא בחברה כל יום וכמעט שלא יוצא לחופש. אם יקרה לו משהו, חו"ח, לא תוכל החברה להמשיך ולפעול. **בקיזור זו חברה של איש אחד.**

ז. **מאיר ממון – האח שימש כמנהל מטבח, אתי ממון - אשתו של יוסי ממון משמשת כמנהלת משרד ואסתר ממון - אשתו של מאיר ממון סייעה בעבודות משרדיות**

לאור כל האמור לעיל, ברור כי הטווח העסקי שהחברה רואה בפניה, שמשפיע על שווי הפעילות שלה, הוא של 3 שנים בלבד – וגם זאת רק בהינתן שיוסף ממון ממשיך לנהלה, וכל יחוס ערך לרווח בשנים מאוחרות יותר הוא בעל אופי ספקולטיבי בלבד ושום צד ג' לא יסכים להיכנס לעסקה על פי שווי שנגזר מהשנים שמעבר לטווח זמן זה.

שהרי, אפשר שהחברה לא תזכה במכרזי משרד החינוך וחברת החשמל. יתכן ותשתנה מדיניות משרד החינוך ולא יהיה יותר תקציב לארוחות על חשבון המדינה בגנים ובבתי ספר (ראה משבר הקורונה שמתרחש בעיצומם של ימים אלו שיחייב קיצוצים כואבים). יתכן שמגמת המעבר לאוכל בריא תביא לרכישת מזון מסוג אחר, למשל מזון טרי של ירקות, פירות ומוצרי טבע שונים, במקום ארוחות בשר מבושלות, ארוזות ומשונעות, כפי שעושה החברה. ישנם גורמי סיכון נוספים של הטווח הארוך, שלא ניתן לצפות אותם, אשר יכולים לקבוע את גורלה של החברה. כך למשל חילופי בעלי תפקידים במשרד החינוך, אנשים שקובעים את מדיניות ההתקשרות עם ספקים, עשויה לפגוע בחברה.

הניתוח שהוצג לעיל מוביל למסקנה מקצועית אחת: אין שום הצדקה, בעת חישוב שווי הפעילות של החברה, לייחס ערך עתידי על רווח צפוי בטווח העולה על 3 שנים.

הסכסוך בין האחים ורכישת מניותיו של מאיר על ידי החברה

7. בשנים 2014-2015 התגלעו סכסוכים חמורים בין האחים, בעלי המניות בחברה, אשר שניהם ורעייתיהם, עבדו בחברה בכל התקופה. אולי נבעו הדברים מהדומיננטיות והבוטות של יוסף, שעל פיו יישק דבר בחברה, והדברים הגיעו למרבה הצער לידי משבר ופיצוץ.
8. יוסף הודיע שהוא **החליט להפסיק** את פעילות החברה ויקים תחתה חברה חדשה אם העניינים בינו לבין מאיר לא יוסדרו. מאיר הודיע מצדו, שהוא לא מוכן לעבוד יותר תחת יוסף, כיוון שהדבר, לדבריו, פגע קשות בבריאותו הפיסית והנפשית.
9. רואה החשבון של החברה אמיר מאיר, שמלווה ומכיר את האחים מתחילת דרכם, ערך לבקשת הצדדים הליך גישור ולצורך כך ערך מספר פגישות עם האחים ונשותיהם, ערך דוח כספי בלתי מבוקר לסוף חודש אוקטובר 2015 **ובסופו של דבר חתמו הצדדים על הסכם גישור שניתן לו תוקף של פסק דין** לפיו, מאיר ימכור את חלקו בחברה לחברה ויעזוב אותה (מצורף הסכם הגישור שנחתם עם המגשר, הסכם הגישור שקיבל תוקף פסק דין).
10. בפועל, קיבלו מאיר ואסתר ממך לידיהם סכום כולל של 3,142 אלפי ₪ שם בגין מכוח הסכם: 1,650 אלפי ₪ במזומן (מחיקת יתרות חוב של מאיר לחברה בגין משיכות בעלים בסך של כ- 1.1 מיליון ₪ נטו כשהחברה נשאה במס בגין יתרה זו, רכב יונדאי סנטה פה לפי שווי של 50 אש"ח (בנספח התמורות רשום 60 אש"ח) ועוד 500 אש"ח במזומן), תשלום המס בגין יתרות חוב אלו בסך 366 אש"ח (25% כדבידנד מוטב), ועוד כ- 946 אלפי ₪ פיצוי פיטורין מוגדלים (תוספת של 50%), ואסתר קיבלה פיצויי פיטורין מוגדלים ופדיון חופשה בסך של כ- 180 אלפי ₪ (תוספת של 100%) בסך הכל יחד 3.142 מיליון ₪ (שלושה מיליון ומאה וארבעים ושתיים אלף ₪) (בהתאם לנספח התמורות בהסכם הגישור).
11. מכאן, ומאחר והחברה היא זו שנושאת בתשלומים אלו, דבר אשר משפיע על שווי החברה, **ובין היתר, כיוון שהחברה ביצעה הפרשה לפיצויים חלקית בלבד בגין שני האחים ונשותיהן, כפי שיפורט בהמשך.**
12. בנוסף סוכם כי ערבותם והתחייבותם של מאיר ואסתר לספקים ולבנקים ו/או לעובדים ומוסדות ו/או לכל חובות החברה, יבוטלו, וכי החברה תשפה את מאיר על כל תביעה ו/או דרישה ו/או טענה שתוגש לו ע"י צדדים שלישיים גם בגין העבר.

פרק ב' - הערכת שווי שאני ערכתי לחברה

13. לאחר שלמדתי את ספרי החברה בשנים הרלבנטיות, לאחר שביקרתי באתר החברה ולאחר שעברתי על כלל המסמכים שצינתי לעיל, להלן הערכת השווי מטעמי.

14. תמצית הנתונים הכספיים מתוך הדוחות הכספיים של החברה :

נתונים מתוך דוחות רווח והפסד מבוקרים של החברה			
2013	2014	2015	קייטרינג ממן
אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	
16459	18384	17398	הכנסות
			עלות ההכנסות
8126	9079	8458	חומרים
3304	3418	3616	עבודה
1640	1867	1814	חרשת
13070	14364	13888	סך הכל עלות הכנסות
3389	4020	3510	רווח גולמי
524	481	426	הוצאות הנהלה וכלליות
2865	3539	3084	רווח תפעולי
139	66	67	תיאום מימון ואחרות
2726	3473	3017	רווח לפני מיסים
756	843	685	מס חברות
1970	2630	2332	רווח תפעולי לאחר מס

15. לדעתי, הערכת שווי נכונה לחברה צריכה לקחת בחשבון שני אירועים אפשריים :

- **אפשרות של הפסקת פעילות החברה**, אם עקב אי הגעה להסדר מניח את הדעת בין שני האחים – דבר שהיה קורה בסבירות גבוהה מאוד, אם לא בוודאות, או, עקב אי זכיה במכרז של משרד החינוך, אפשרות סבירה, שהיתה מביאה לביטול הסכם רכישת המניות של מאיר והפסקת הפעילות של החברה. יודגש כי, **אפשרות זו עוגנה במסגרת סעיף 15 להסכם הגישור לפיו**, האלטרנטיבה לקיומו של ההסכם והמשך פעילות החברה תחת יוסי בלבד, היתה פירוק החברה, בהעדר כל אפשרות אחרת.
- **המשך פעילות של החברה** – תחת הסיכונים וחוסר הוודאות עליהם עמדתי לעיל.

16. לאור זאת אציג להלן את שתי החלופות ובהמשך אגזור את הערכת השווי בשקלול של שתי חלופות אלו.

חלופת המשך פעילות

תחת חלופה זו, הנחתי היא כי לפעילות משנת 2020 אין לתת כל ערך עקב העובדה שתקופה זו נמצאת מחוץ לטווח הקרוב אותו ראתה החברה לפניו בסוף שנת 2015 תחילת 2016, וכוללת טווח שהשפעתו על שווי הפעילות כרגע היא נמוכה.

להלן הערכת שווי הפעילות, כאשר הנתונים לקוחים מתוך ספרי החברה, תחזית ההכנסות והצמיחה בהתאם להערכותיו של מויאל (בכדי לצמצם מחלוקת גם בעניין זה) **היוון לתקופת של 3 שנים בלבד – תקופת ההסכם עם מילגם על פי הריבית להיוון בשיעור של 29.84%** אותה **חישבתי בביקורת על חישוב הריבית להיוון שערך רו"ח מויאל** (ראה פרק ג להלן סעיפים 23 עד 28) כדלקמן :

הערכת שווי קייטרינג ממן לפי תחזית ליום 31 באוקטובר 2016				
2019	2018	2017	2016 (*)	תחזית באלפי ₪
אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	
22306	21656	20823	3305	הכנסות
3%	4%	5%	6.8%	שיעור צמיחה
17805	17287	16622	2638	עלות ההכנסות
4501	4369	4201	667	רווח גולמי
547	531	510	81	הוצאות הנהלה וכלליות
3954	3838	3691	586	רווח תפעולי EBIT
989	960	923	147	מס חברות
2966	2879	2768	440	רווח תפעולי לאחר מס
				התאמה לתזרים מזומנים
102	131	156	64	התאמת הון חוזר
2864	2748	2612	376	
29.84%	מחיר הון עצמי מחושב (פרק ג' סעיפים 23 עד 28)			
2.58	1.58	0.58	0.08	שיעור היוון
0.565	0.679	0.852	0.977	מקדם היוון
1617	1866	2227	367	ערך נוכחי

כפי שניתן לראות מחישוב זה הערך הנקי הוא 6.077 מש"ח אליו יש להוסיף את סכום הנכסים העודפים נטו.

נכסים עודפים נטו

גם כאן, השתמשתי בנתונים זהים לאלו של רוי"ח מויאל בתיקון הטעויות שנפלו בהם כדלקמן :

נכסים עודפים קייטרינג ממן 31 בדצמבר 2015	ערך מויאל	ערך מתוקן
	אלפי ₪	אלפי ₪
מזומנים ושוי מזומנים	1685	1685
פקדונות	2455	2455
הלוואת בעלים	1036	1036
אשראי מתאגידים בנקאיים	-354	-354
הלוואות לזמן ארוך	-409	-409
עתודה לפיצויי פרישה	-189	-2081
עתודה להשוואת מיסים	-500	-500
נכסים עודפים	3724	1832

הערה 1 : בדוח הכספי של החברה לא ניתן ביטוי לסכום נוסף התחייבות לפיצויים העודף לבעלים שלא קיבל ביטוי בדוח הכספי של החברה בסך 1892 אש"ח. סכום זה הוא בהתאם לנספח התמורות המצ"ב מוכפל בשניים (סכום זה למאיר ויוסי). ראה גם הערה בדוח כספי לשנת 2015 ביאור 10.

סיכום הנתונים והערכת השווי בהמשך פעילות DCF

הערכת שווי המשך פעילות	
אלפי ₪	
367	שנת 2016-11-12
2,227	2017
1,866	2018
1,617	2019
6,077	סך הכל שווי פעילות
1,832	נכסים עודפים נטו
7,909	שווי בהמשך פעילות

חלופת הפסקת הפעילות

אציין, כי בנסיבות הסובייקטיביות של החברה והאפשרויות שעמדו בפני בעלי המניות שלה, בפרט לאור ההסכמה בסעיף 15 להסכם – פירוק והפסקת פעילות החברה והמשך פעילות בחברה אחרת או רכישה בשווי הניכסי בפועל של החברה – הערכת שווי על בסיס שווי נכסי נקי – היא הערכת השווי המועדפת.

כאשר חברה מפסיקה את פעילותה היא מממשת את כל הנכסים שלה, השוטפים והקבועים, פורעת את כל ההתחייבויות שלה, לטווח קצר וארוך, והסכום שנותר הוא השווי הניכסי של החברה בעת פרוק. סכום זה צריך להיות קרוב להון העצמי של החברה, למעט התאמות הנדרשות עקב מימוש הנכסים ופירעון התחייבויות שאינן רשומות בספרים, כגון הוצאות סוציאליות לעובדי החברה.

התאמות אלו מוצגות בטבלה להלן:

אומדן הפסד בעת מימוש רכוש קבוע . אלפי ₪			
הפסד בפועל	הפסד מימוש %	שווי בספרים	
368	30%	1227	כלי רכב
1,415	100%	1415	ריהוט וציוד
-551	-58%	950	מבנה
1,232	34%	3592	סך הכל

לחברה צפוי **הפסד** ממכירת כלי הרכב שלה וכן היא לא צפויה לקבל תמורה על הציוד שמותקן במבנה שלא ניתן לפרוק ומכירה. מאידך, **שווי המבנה גבוה מערכו בספרים** וכך מצאתי כי החברה תפסיד כ- 1.2 מיליון ₪ - **נטו**, בעת מימוש נכסיה: **הפסד** צפוי בגין מכירת כלי רכב בסך 368 אש"ח ובגין ריהוט וציוד 1,415 בסך אלפי ₪ ומנגד **רווח** (הפסד במינוס) הצפוי במימוש המבנה, דבר ידוע ומובן בוודאי לכל מי שעוסק בהערכות שווי, בפרוק או כינוס נכסים בחברות כאשר השווי הכלכלי שונה מהרישום החשבונאי בספרים (הדוחות הכספיים).

17. השווי של החברה בחלופת הפרוק הוא כדלקמן (ההון העצמי נלקח ממאזן החברה לאוקטובר 2016):

הערה	אלפי ₪	שווי מימוש ביום הקובע
	8783	הון עצמי ליום 31 באוקטובר 2015
	1232	הפסד ממכירת נכסים
1	1892	התחייבות עודפת לפצוי בעלים
	200	הוצאות פרוק
	5459	שווי מימוש

הערה 1 : בדוח הכספי של החברה לא ניתן ביטוי לסכום נוסף התחייבות לפיצויים העודף לבעלים שלא קיבל ביטוי בדוח הכספי של החברה בסך 1892 אש"ח. סכום זה הוא בהתאם לנספח התמורות המצ"ב מוכפל בשניים (סכום זה למאיר ויוסי). ראה גם הערה בדוח כספי לשנת 2015 ביאור 10.

פרק ג' - בחינה ביקורתית של הערכת השווי שביצע רו"ח אילן מויאל

18. מתודת הערכת השווי שבה נקט רו"ח מויאל, היוון תזרים מזומנים נקי - שיטת DCF, לשנים 2016-2019, שבהן החברה פועלת בתוך מסגרת מכרזים קיימת באופן יציב, עבור שני לקוחות העוגן שלה, היא השיטה המקובלת. עם זאת, בענייננו, נוכח הנסיבות הסובייקטיביות, הגישה המתאימה יותר הינה גישת השווי הניכסי, כפי שהוסבר לעיל, ומבלי לפגוע בעובדה כי נכון למועד עריכת הסכם הגישור בין מאיר ויוסי ממך לא ניתן היה לצפות זכיה במכרזים בשנת 2016 ו/או את קיומם באופן יציב.

19. הערכת השווי של רשות המיסים מבוססת על בסיס תזרים צפוי משנת 2020 ואילך, של למעלה מ- 19 מיליון ₪ - הינה הערכה שלדעתי אינה נכונה, ומבוססת על הנחות בלתי סבירות לחלוטין. זו דחיה עקרונית שמקורה בטעות קונספטואלית של מויאל ולא בשל טעות טכנית חישובית.

20. מעבר לכך, במסמך של רו"ח מויאל נפלו טעויות משמעותיות שיפורטו להלן:

21. טעה רו"ח מויאל בזקיפת ההשקעות בהון חוזר כגידול בתזרים החופשי במקום קיטון. גידול בפעילות החברה מחייב הגדלת השקעה בהון חוזר, וכך גורע מן התזרים הנקי בכל שנה, שמשמש אותנו להערכת שווי פעילות, ממש כפי שנהוג לגבי השקעות הוניות נדרשות, CAPEX.

22. כמו גם בחישוב הנכסים העודפים נטו שערך רו"ח מויאל, באשר לעתודה לפיצויים, התבסס על נתוני מאזן 2015 שם מצוין במפורש כי סכום העתודה לפיצויים בסך 189 אש"ח, לא כולל

את סכום ההתחייבות לפיצויים של בעלי המניות מר יוסי ומאיר ממך. לפיכך סכום העתודה לפיצויים העדכני הוא 2081 אלפי ₪ ולא 189 אלף ₪ כפי שסבר מויאל

23. זאת ועוד, רו"ח מויאל התעלם מהסיכונים הכבדים מולם ניצבת החברה כפי שפורטו על ידי בעמוד 8 לחוות הדעת תחת סעיף הערכת סיכונים - כגון התלות המלאה בלקוח אחד בלבד שבהעדרו אין לחברה זכות קיום, הצורך להתמודד בהליך מכרז תקופתי כדי לשמר את אותו הלקוח, הסיכון הגלום בהפחתת מחיר של אותו הלקוח, כניסת ספקים נוספים ו"חלוקת העוגה" עם אחרים, תחרות, שחיקת הרווחיות – לכל אלו יש השפעה מכרעת על שווי הפעילות ואי אפשר להתעלם ממנו בעת עריכת אומדן שווי.

24. כך, הלקוח העיקרי של החברה הינו משרד החינוך, והשירות שניתן לו על-ידי החברה הינו אספקת אלפי ארוחות צהריים לבתי ספר בצפון הארץ. מויאל לא לקח בחשבון את הסיכון הריאלי של התלות הזאת של החברה בלקוח עיקרי זה – ואת גודלו : את חובת העמידה במכרז אחת לשלוש שנים, את האפשרות שיש ללקוח להפסיק את ההתקשרות בתום כל שנה, בכך שמדובר במשרד ממשלתי ומדיניות מימון הארוחות עשויה להשתנות מהקצה אל הקצה, אף מדיניות בנוגע לסוג המזון עשויה להשתנות, את הסיכון הקיים בתחום הקייטרינג בכלל ולילדים הכרוך גם בביקורת של משרד הבריאות, אם היכולת להוסיף ספקים נוספים וכד'.
לכל אלו חישב מויאל פרמיית סיכון של 1.29%.... שיעור סיכון שהוא בלשון המעטה לא ריאלי כלל.

25. כמו כן תלות החברה באדם מרכזי אחד. החברה הינה חברה פרטית וכל רווחיה וקיומה מבוססים על אדם אחד - מר יוסי ממך. זאת הבין היטב גם מאיר, עת בחר באלטרנטיבת המכירה ולא הפסקת פעילותו של יוסף ממך, מה שהיה מביא להפסקת פעילות החברה. כך לחברה, כחברה - ללא ממך יוסף, ספק רב אם יש לה ערך כלשהו מלבד השווי הניכסי. למרכיב סיכון זה מויאל לא נתן כל ביטוי כלל !

26. שקלול כל אלו היה למחיר הון עצמי גבוה יותר שנותן ביטוי הולם לפרמיית הסיכון הספציפית ובתא לא ממונפת כדלקמן :

א. קביעת הביתא של ענף ההסעדה לפי נתוני דמודרן (Damodaran) היא בעייתית ואינה רלוונטית כלל לענייננו :

1. דמודרן אוסף את נתוני כלל החברות הציבוריות לפי מספר ענפים - שניתן לשער שרו"ח מויאל חשב שענף ההסעדה הוא הכי קרוב לו – ועל בסיס מחשב את הביתא ולאחר ניטרול כלל החוב של החברות, את הביתא הלא ממונפת.

2. מה לעניין קייטרינג שמספק שירותי הסעדה למוסדות חינוך לגיל הרך לענף ההסעדה בכללותו, ובטח ובטח לחברות ענק עולמיות כמו מקדולנד, פיצה האט, סטארבאקס ורבות אחרות.

3. אינני חושב שיש לביתא ממונפת של חברות ענק אלו בפרט וענף ההסעדה בכלל ללמד דבר וחצי דבר לעניינה של חברת קייטרינג ממך – חברה פרטית קטנה עם מחזור עסקים ממוצע של כ- 17 מ"ח .

4. רק בכך היה די כדי לדחות את חוות דעתו של מויאל שהרי הביתא, מדדי הסיכון השונים (אפסילון) כל אלו נגזרות מחברות ענק ציבוריות בעולם והם אינם מתאימים או יכולים לשמש בחישוב שווי של חברת קייטרינג – חברה פרטית קטנה, שלה לקוח מרכזי אחד, תלות באדם מרכזי אחד והסכם לשלוש שנים בין 2016-2019 שניתן לסיימו בכל שנה... **המודל פשוט אינו מתאים !**

5. לא זו אף זו : גם על פי מודל לא מתאים זה ישנן טעויות בנוסחא לחישוב מחיר ההון אליו הגיע רו"ח מויאל. ושוב, אינני מסכים כלל וכלל לשיטת החישוב של מחיר ההון אותה ערך רו"ח מויאל אשר אינה מתאימה למרכיבי הסיכון של קייטרינג ממך אלא משקפת נוסחאות לחישוב מחיר ההון של חברות ציבוריות שאין בינן לבין קייטרינג ממך שום דבר משותף – אך בכל זאת בחרתי להציגן כדלקמן :

א. חישוב הביתא הלא ממונפת על פי דמודרן :

(a) ראשית נבהיר שהביתא לקוחה מעולם החברות הציבוריות הנסחרות בארץ ובעולם ומשקפת - ביחס למגזר או מניה, את רגישות התנודה של המניה. במילים אחרות מנסה לאמוד רמת סיכון ספציפי ביחס לרמת הסיכון של השוק. אם היא גבוהה מ-1 היא המניה "יותר מסוכנת" קטנה מ-1 "פחות מסוכנת". הביתא מחושבת על פי מנת השונות המשותפת ותיק השוק.

(b) כשזה נאמר, איך בכלל ניתן לחשב ביתא לקייטרינג ממך כשאינך ענף נסחר או מניה נסחרת דומה בארץ או בעולם עם מאפיינים זהים או דומים לקייטרינג ממך (ענף ההסעדה הכולל חברות כמו מקדונלד, פיצה האט, סטארבקס, ציפוטלה ואחרים ממש לא מתאים לענייננו).

(c) רו"ח מויאל השתמש בביתא לא ממונפת של 0.63 (לשם השוואה ביתא של הבנקים הגדולים בעולם היא קצת פחות מ-0.5...) כלומר שהסיכון של קייטרינג ממך לטענתו היא רק כ- 60% מפרמיית הסיכון של השוק בכללותו המבוסס על החברות הציבוריות הגדולות בארץ...

(d) אני יכול להעריך בזהירות שזה דווקא להיפך: הביתא של חברות פרטיות – בשונה מחברות ציבוריות גדולות היא גדולה יותר מפרמיית הסיכון של השוק ומחשב פרמיה הכפולה מהביתא של כלל השוק.

(e) לפיכך, נטרלתי את השפעת הסיכון לכאן או לכאן והנחתי ביתא 1 (כפי שגם בלומברג נוהגים – ביתא מתכנסת לסיכון השוק). ההשפעה של תיקון עיוות זה על מחיר ההון העצמי תהיה $(1-0.63) * 7.36\% = 2.72\%$ למחיר ההון העצמי.

ב. פרמיית הסיכון הספציפית (אפסילון 1) שהשתמש רו"ח מויאל עומדת על 5.6%. נתוני Duff & Phelps לשנת 2015 לחברות קטנות של עד 50 מ"ש היא 8.94% וההשפעה המצטברת של טעות זו היא 3.34% למחיר ההון העצמי.

ג. פרמיית הסיכון הספציפית (אפסילון 2) בגין "ריכוז לקוחות מהותיים" בהתאם לנתונים שאינם מהימניים בעיני. לקבוע פרמיית סיכון ללקוח עיקרי אחד שהוא כ- 85% ממחזור הפעילות של החברה נראה על פניו שגוי ואינו תואם את המציאות ואת המקובל. לדעתי

יש להעמיד את פרמיית סיכון זו על 5.78%. ההשפעה של שינוי זה היא 4.49% למחיר ההון העצמי.

ד. פרמיית סיכון נוספת (אפסילון 3) אותה לא חישב רו"ח מויאל כלל היא היות החברה משפחתית של אדם אחד. איך בכלל משווים זאת למדדים של חברות ציבוריות נסחרות להן מטה, צוות, בעלי תפקידים רבים ומגוונים, סמנכ"לים ועוד ועוד... החברה היא יוסי ויוסי הוא החברה כפי שפרטתי בהרחבה וכל פגיעה פיזית, נפשית, מנטלית, מוטיבציה, תפקודית או כל עניין אחר - תשפיע באופן מיידי ומשמעותי על תוצאות הפעילות של החברה. הערכתי סיכון זה בלפחות כמו הסיכון של לקוח עיקרי כלומר 5.78% וזה גם שיעור ההשפעה של שינוי זה למחיר ההון העצמי

27. ההשפעה המצטברת של טעויות אלו ואומדנים מוטים על ההון העצמי היא 16.33% כך שמחיר ההון העצמי הנכון יהיה 29.84% - מחיר הון סביר והגיוני לחברות פרטיות קטנות עם כל המורכבות וייחודיות של קייטרינג ממך כפי שפורט בהרחבה ובטח לא מקדמים ונתונים הלקוחות מעולם של חברות ענק ציבוריות.

פרמטר	ערך מויאל	ערך מתוקן	השפעה על מחיר הון עצמי
בתא לא ממונפת	0.63	1	2.72%
ריבית חסרת סיכון	1.99%	1.99%	0
פרמיית סיכון השוק	7.36%	7.36%	0
פרמיית סיכון ספציפית 1 (חברה קטנה)	5.60%	8.94%	3.34%
פרמיית סיכון ספציפית 2 (לקוח עיקרי אחד 80%)	1.29%	5.78%	4.49%
פרמיית סיכון ספציפית 3 (חברה של אדם אחד)	0%	5.78%	5.78%
סה"כ השפעה מצטברת	13.52%	29.85%	16.33%
מחיר הון עצמי מחושב מויאל			13.51%
מחיר הון עצמי מתוקן			29.84%

28. רו"ח מויאל התעלם מכל אלו שאלמלא עשה כך היה מנפק הערכת שווי נמוכה יותר באופן משמעותי, הקרובה הרבה יותר לתמונת המציאות ולהערכת השווי שאני ערכתי.
29. רו"ח מויאל הגיע לשווי חברה, לחודש אוקטובר 2016, של כ-31 מיליון ₪, שווי מופרך ובלתי סביר בעליל.
30. לדעתי, אף אם הגישה הנכונה להערכת השווי בענייננו הינה גישת היוון תזרים מזומנים נקי, הרי שאין הצדקה לתת ערך לחברה על בסיס הרווחים הצפויים החל משנת 2020, כפי שעשה רו"ח מויאל. יתכן ואם היה מדובר בחברה שאינה פרטית ומבוססת על אדם אחד, חברה שיש לה מנגנון וקיום עצמאי שלא תלוי באדם אחד - יוסף ממך, שיש לה מטה וצוות מנהלים, שיש לה עשרות רבות של לקוחות מגוונים, שאף אחד מהם אינו מייצר יותר מ-5% מהכנסות החברה, ניתן היה אולי לקחת בחשבון עוד חלק קטן מרווחים מעבר לשנת 2020, אולם זה לא המצב בחברה דנן.
31. זה אינו המצב בחברה, שתלויה לעצם קיומה בלקוח בודד אחד, שלא בטוח שימשיך לעבוד עם החברה בשנת 2020 ואילך. בנוסף, קיימים עוד גורמי סיכון נוספים שאותם מנינו לעיל, כל אחד מהם מצביע כי השווי צריך להיקבע לפי תזרים מובטח למספר שנים נמוך מאד. ודוק, כל זאת צריך להיבחן בראיה רטרוספקטיבית לחודש אוקטובר 2015 – המועד הקובע בעת ניהול המו"מ עד לחתימת הסכם הגישור ולא לתקופה שאחרי.
32. כל אלו לא נלקחו בחשבון בהערכת השווי של רו"ח מויאל, שפשוט התעלם מהם וערך הערכת שווי לחברה היפותטית, שאין לה מאפיינים כמו החברה בה אנו עוסקים ואת שוויה אנו מעריכים. רו"ח מויאל, הניח את המבוקש, מה שהיה הוא שיהיה, לדעתי לא ניתן לבסס הערכת שווי על בסיס שנה מייצגת, שנת 2020, ולהניח, כפי שהניח רו"ח מויאל, כי צפויות לחברה עוד **עשרות** שנות פעילות עם תוצאות זהות לאלו של השנה המייצגת.
33. על פי המודל של רו"ח מויאל, על החברה היה לשלם לאח הפורש מאיר לא פחות מ-15.5 מיליון ₪ (!) במזומן, כדי לקנות את חלקו בחברה, 50%. זו הנחה מופרכת. מעבר לכך שאין

לחברה סכום כזה או אפילו שמתקרב לרבע ממנו, הרי שאף בנק לא יעמיד לרשותה ו/או לרשותו של יוסי ממון אשראי לצורך כך לאור הסיכון הגדול שבהלוואה שפירעונה תלוי בביצועי החברה לאורך עשרות שנים בעתיד.

34. לאור כל זאת דעתי היא כי יש לדחות את הערכת השווי של רוי"ח מויאל.

פרק ד – סיכום ומסקנות


35. בשלב ראשון, הצגתי את חוות דעתי, לפיה, שווי החברה, נכון לאוקטובר 2016, הינו 7.909 מיליון ₪ בגישת היוון תזרים מזומנים נקי (DCF) ו- 5.46 מיליון ₪ בגישת השווי הניכסי, כאשר לדעתי המקצועית, בנסיבות הסובייקטיביות הגישה הנכונה הינה גישת השווי הניכסי.

36. בשלב השני בחנתי בצורה ביקורתית את הערכת השווי שביצע רוי"ח אילן מויאל והראיתי כי היא מנותקת מהמציאות העסקית שבה פועלת החברה ונותנת משקל עיקרי לפעילות החברה משנת 2020 ואילך - שנים שנמצאות מחוץ לטווח שהחברה רואה לפניה תוך שימוש בפרמטרים מעולם החברות הציבוריות – חברות ענק, שאינן רלוונטיות לחברה מסוגה נכון לשנת 2015 ונוכח המצב כיום. כל אלו יוצרים סביבה של אי וודאות רבה, ויש לתת לכך משקל מכריע, מה שלא עשה רוי"ח אילן מויאל.

37. דחינו את הנחת העבודה של רוי"ח מויאל, שנתן משקל רב לפעילות עתידית רחוקה, בהתעלם מתלות החברה בשני לקוחות עוגן ובהתעלם מגורמי סיכון רבים נוספים. החברה לא שווה 31 מיליון ₪, כפי שגורס רוי"ח מויאל, ואף יזם רציונלי לא היה מוכן לקנות את החברה במחיר הזה ואף לא ברבע.

38. כל יזם שרוצה להיכנס לענף זה להיערך לזכייה במכרז של משרד החינוך, יכול לעשות זאת בהשקעה קטנה מאד של רכישת ציוד חדיש בהשקעה של מיליוני ₪ בודדים. ברור שאין כל הגיון וטעם כלכלי לרכוש חברה שמחזיקה עכשיו במכרז זה ועלולה להפסיד אותו בכל שנה, במחיר של 31 מיליון ₪ כפי שחישב רוי"ח מויאל.

ובזאת באתי על החתום



ד"ר מאיר אמיר

31 מאי 2020