

27 באוקטובר, 2016

לכבוד **רשות ניירות ערך**  
לכבוד **הבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ**

**הנדון: דיווח מיידי**

בהמשך לדיווח המיידי של החברה מיום 27 באוקטובר 2016 (אסמכתא: 2016-01-068001), הנכלל על דרך ההפניה, אשר במסגרתו פרסמה החברה, בהתאם להנחיית הרשות, את הערכת השווי של המומחה אשר מונה על ידי בית המשפט במסגרת צו המניעה ואת העבודה הכלכלית שבוצעה על ידי BDO (אשר צורפה לדוח הצעת מדף שפורסמה על ידי החברה ביום 6 אפריל 2016, מס' אסמכתא: 2016-01-042430) ובהמשך לפניית רשות ניירות ערך לחברה, מצ"ב **כנספת א'** הערכת השווי שבוצעה על ידי נומריקס ואשר צורפה מטעם התובעים במסגרת ההליך המתנהל בבית המשפט המחוזי הכלכלי בתל אביב-יפו.

לפרטים בדבר ההליך המתנהל בבית המשפט האמור, לרבות הבקשה לצו מניעה שהוגשה על ידי התובעים, ראו דיווחים המיידיים של החברה מהימים 15, 16, 28 באוגוסט, 18 ו- 28 בספטמבר 2016 (אסמכתאות 2016-01-103795, 2016-01-104656, 2016-01-111673, 2016-01-125239 ו- 2016-01-056031, בהתאמה), הנכללים על דרך ההפניה.

בכבוד רב,

Medi power (Overseas) Public Co. Limited

באמצעות: רון שטרן, מנכ"ל

שירן ארליכמן, סמנכ"ל כספים



**Medipower (Overseas) Public Co. Limited**

**נספח א'**

## חוות דעת מומחה כלכלי בתביעה שבין

טל גינזבורג ואח'

נגד חברת מדיפאואר ואח'

בנוגע לשווי ההוגן של מניות החברה נכון לאפריל 2016

נכתבה על ידי  
ד"ר טל מופקדי

אוגוסט 2016

**תוכן עניינים**

3 חלק א' – דיון כללי ורקע.....

1 מבוא..... 3

1.1 כללי..... 3

1.2 ניסיון מקצועי וקורות חיים של כותב חוות דעת זו..... 3

1.3 ניסיון מקצועי נוסף..... 4

1.4 תצהיר מומחה לבית המשפט..... 4

1.5 הרקע לחוות דעת זו..... 5

1.6 מקורות המידע עליהם מתבססת חוות הדעת..... 6

2 אודות חברת מדיפאואר..... 7

3 מתודולוגיות להערכת שווי חברות..... 9

3.1 גישת היוון תזרימי מזומנים עתידית – *Discounted Cash-Flows (DCF)*..... 9

3.2 גישת השוק – *Market Approach*..... 10

4 יישום גישת השווי הנכסי הנקי – *NET ASSETS VALUE (NAV)*..... 12

14 חלק ב' – הערכת שווי BDO והכשלים שנפלו בה.....

5 שיטת מכפיל הון רוב..... 15

5.1 הכשלים שנפלו בשיטת מכפיל הון רוב בהערכת שווי BDO והשפעתם על השווי הנאמד..... 15

5.1.1 שימוש במכפיל במטרה להעריך שווי חברה..... 15

5.1.2 חישוב ממוצע של ארבע תקופות היסטוריות ולא שימוש בנקודת הזמן העדכנית ביותר..... 15

5.1.3 שימוש במדגם לא מייצג..... 17

5.1.4 משמעות תיקון הכשלים שנפלו בפרק זה על שווי החברה..... 18

6 שיטת *NET ASSET VALUE (NAV)* או "שווי נכסי נקי"..... 20

6.1 כשלים שנפלו ביישום גישת ה-*NAV* והשפעתם על שווי החברה..... 20

6.1.1 הפחתת תביעות הניהול שלא לצורך..... 20

6.1.2 חישוב שגוי של תביעות ניהול החברה..... 22

6.1.3 הפחתה שגויה של ניכיון אי-סחירות..... 24

6.1.4 משמעות תיקון הכשלים שנפלו בפרק זה על שווי החברה..... 25

7 שיטת מכפיל *FUNDS FROM OPERATIONS (FFO)*..... 25

7.1 הכשלים שנפלו ביישום שיטת מכפיל *FFO* והשפעת תיקונם..... 25

7.1.1 אי זיהוי טעות בדוחות הדירקטוריון בהקלדת הרווח הנקי..... 26

7.1.2 אי זיהוי טעות בדוחות הדירקטוריון בטכניקת ה-*FFO*..... 26

7.1.3 שינוי מלאכותי של המדגם להשוואה..... 27

7.1.4 תוצאות תיקון הכשלים ביישום מכפיל *FFO*..... 28

29 סיכום.....

# חלק א' – דיון כללי ורקע

## 1 מבוא

### 1.1 כללי

נתבקשתי על ידי באי כח התובעים לדון בשוויה ההוגן של חברת מדיפאואר אוברסיז פאבליק קו. לימיטד ח.פ. 511901126 (להלן: "מדיפאואר" ו/או "החברה") נכון ליום 31.12.2015 ובפרט להתייחס לשווי החברה כפי שהשתקף במועד בו פרסמה החברה את דוח הצעת המדף - יום 06/04/2016. בפרט נתבקשתי לדון ולתקן את הכשלים שנפלו בהערכת שווי BDO שצורפה לדוח הצעת מדף זה ואשר שומטים את הקרקע תחת הערכת השווי הנקובה בו למחיר למניית החברה.

### 1.2 ניסיון מקצועי וקורות חיים של כותב חוות דעת זו

#### השכלה

אוניברסיטת תל-אביב	PhD (דוקטורט) בכלכלה (מיקרו-כלכלה וכלכלה פיננסית)	2013
אוניברסיטת תל-אביב	MA בכלכלה בהצטיינות במסלול המחקרי	2006
אוניברסיטת תל-אביב	MBA במנהל-עסקים בהצטיינות בהתמחויות שיווק ומימון	2004
אוניברסיטת תל-אביב	BA בכלכלה וניהול בהצטיינות	2001

#### ניסיון מקצועי באקדמיה

[2014 - כעת]	מנהל משותף של פורום הגבלים עסקיים ורגולציה באוניברסיטת תל-אביב.
[2007 - כעת]	מרצה בפקולטה לניהול באוניברסיטת תל-אביב לקורסים מתקדמים במימון, מסלול ה-MBA: תורת ההשקעות וניתוח ניירות ערך, אופציות וחוזים עתידיים, יסודות המימון, הערכת שווי חברות, הנדסה פיננסית והסדרי חוב.
[2008 - כעת]	מרצה במרכז הבינתחומי בהרצליה לקורסים מתקדמים במימון: יסודות המימון ותורת ההשקעות וניתוח ניירות ערך, מימון בינלאומי וניהול סיכונים בינלאומי.
[2006 - כעת]	מרצה בבית הספר לכלכלה באוניברסיטת תל-אביב לקורס שווקי המט"ח והשפעתם על המשק ויסודות הכלכלה.
[2015 - כעת]	מרצה אורח לקורס מתקדם במימון – Financial Modeling – באוניברסיטאות מובילות בחו"ל: Tallinn University of Technology, Copenhagen Business School, Nagoya University of Commerce and Business, Amsterdam Business School, Vienna University of Economics and Business.
[2012 - 2013]	Assistant professor of finance בבית הספר Kellogg למנהל עסקים של אוניברסיטת Northwestern בארה"ב לקורסים מתקדמים במימון למסלול ה-MBA: Corporate finance ו- International finance.

- [2011 - 2008] עוזר הוראה בבית הספר Kellogg למנהל עסקים של אוניברסיטת Northwestern בשיקגו בקורסי מימון (סמסטרי קיץ).
- [2012 - 2004] מרצה במכללת "מגמות" בקורסי הכרות עם שוק ההון (לקהל הרחב) ובקורסי הכנה לבחינות הרשות לניירות ערך: סטטיסטיקה ומימון, מקצועית א', מקצועית ב'.

### 1.3 ניסיון מקצועי נוסף

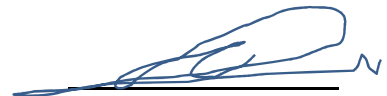
- [2012 - כעת] שותף מייסד בחברת נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני, המספקת מענה מקיף לבעיות מורכבות הדורשות מגוון רב-תחומי של מומחיות בתחומי כלכלה, מימון וחשבונאות:
- חוות דעת כלכליות לתביעות משפטיות (כולל שימוש במחקרי אירוע).
  - הערכות שווי חברות, כדאיות עסקאות והסכמי אי-תחרות. לרבות הערכות שווי לדוחות כספיים כגון PPA ו- Impairment.
  - הערכת שווי נגזרים, הלוואות, אופציות, מניות בכורה וכו'.
  - הערכת איתנות פיננסית של חברות.
  - ניהול סיכונים ותיקוף מודלים.
  - ניתוח עלויות פנימיות בחברות וקביעת מדיניות תמחור אופטימאלית.
- [2013] כותב שותף של הספר "המדריך להערכת שווי חברות" (עם ערן בן-חורין וניר יוסף). הוצאת פרובוק-דיונון. הספר זמין בכתובת האינטרנט [www.valuation.co.il](http://www.valuation.co.il).
- [2012 - 2006] ראש צוות ייעוץ כלכלי ופיננסי בשיתופי פעולה עם פרופסורים בכירים.
- [2011 - 2008] חבר ועדת השקעות ומנהל תיק ההשקעות במכון לחקר עסקים באוניברסיטת ת"א.
- [2006 - 2001] אנליסט עסקי בכיר במחלקת פיתוח עסקים – אגיס בע"מ (היום פריגו בע"מ).

### 1.4 תצהיר מומחה לבית המשפט

אציין כי אין לי כל קשר או תלות בחברה או במזמיני העבודה או במי מטעמם, במישרין או בעקיפין. שכר הטרחה בגין הכנת חוות דעת זו, כפי שסוכם ביני ובין מזמיני העבודה, הינו קבוע מראש ואינו מותנה במישרין או בעקיפין בהצלחת ההליך המשפטי.

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

על החתום:



ד"ר טל מופקדי

09/08/2016

## 1.5 הרקע לחוות דעת זו<sup>1</sup>

1. ביום 27.10.15 דיווחה החברה באשר לחתימה על מזכר עקרונות לרכישת שלושה נכסי נדל"ן מניב (מרכזי קניות) בארה"ב תמורת סך של 48 מיליון דולר ארה"ב. דיווח נוסף בעניין הסכם רכישת הנכסים פורסם ביום 26.11.15, ובו פורטו פרטים נוספים אודות הנכסים שמיקומם בפנסליבניה ארה"ב, ואשר שמותיהם: Madeira Plaza, Midway Shopping Center ו-North End Shopping Center. השלמת העסקה הותנתה בכפוף להשלמת תנאים מתלים.
2. בדיווח מיידי של החברה מיום 11.11.2015, נמסר כי החברה בוחנת אפשרות לגיוס ההון הנדרש לרכישת נכסי הנדל"ן במסגרת הנפקת זכויות והן במסגרת הנפקה לציבור של סדרה חדשה של אגרות חוב.<sup>2</sup> עוד נמסר באותו היום כי החברה בוחנת את האפשרות להשתמש בקו אשראי בסך של 1 מיליון דולר שינתן לה מבעל השליטה מר גולדפינגר.<sup>3</sup>
3. כפי שנמסר לי בין התובעים והחברה היו חילופי דברים הנוגעים לשווי ההוגן של החברה שצריך להשתקף בגיוס הון זה. כאשר התובעים הציגו הערכת שווי ראשונית ומקדמית של חברת פרומתאוס ייעוץ כלכלי שלפיה הנפקת זכויות לפי שווי נמוך מההון העצמי למניה (7.5 ש"ח) מהווה הנפקה בשווי הנמוך מערכן הריאלי של המניות. כן, התובעים שבו ודרשו כי ככל שהחברה תפעל לביצוע הערכת שווי מטעמה, מבוקש כי הערכת השווי המצ"ב תובא בפני המעריך ותובא לתובעים האפשרות להיות שותפים להליך הערכת השווי ולהציג עמדתם בפני המעריך.
4. ביום 27.3.2016 פרסמה החברה דו"ח מיידי שכותרתו "חתימה על הסכם לרכישת נכסים בארה"ב" בו דיווחה החברה כי בכוונתה לרכוש שני נכסי נדל"ן מניב מתוך השלושה כאמור לעיל, בעלות כוללת של כ-26.5 מיליון דולר ארה"ב.<sup>4</sup>
5. החברה דיווחה באותו דו"ח כי היא מתעתדת לממן חלק מתמורת עסקת הרכישה באמצעות גיוס הון, "אשר חלקו יובטח ע"י בעל שליטה בחברה בסכום שלא יפחת מ-7 מיליון דולר לצורך מימון עסקת הרכישה ופעילותה השוטפת של החברה".
6. לשם ביצוע אותה עסקת רכישת נכסים, כאמור לעיל, החברה יזמה הליך גיוס הון.
7. כפי שנמסר לי, התברר כי ביום 5.4.2016, נערכה ישיבת דירקטוריון טלפונית במסגרתה הוחלט על גיוס ההון הנדרש לשם ביצוע עסקת הנכסים באמצעות אישור הצעה לציבור בהתאם לתשקיף המדף של החברה. החלטת הדירקטוריון פורסמה ביום 6.4.2016 בשעה 9:05 באותו בוקר בו החל ההליך ההנפקה.<sup>5</sup>
8. באותו הדיווח אף פורסם דוח הצעת מדף של החברה על הנפקת מניות לציבור, אשר בהתאם לו התקופה להגשת הזמנות לרכישת יחידות תפתח ביום 6.4.2016 בשעה 9:00 ותיסגר באותו היום, ותיערך כשבע וחצי שעות בלבד, קרי עד השעה 16:30 באותו היום.
9. מנסיוני בשוק ההון, הודעה על הנפקה הנפתחת מיד עם ההודעה ונסגרת בסוף אותו יום המסחר, עבור מניה עם סחירות כה נמוכה אינה מקובלת ונפוצה בשוק ההון. בנוסף ההגיון הכלכלי אומר

<sup>1</sup> חלק זה מתבסס על המידע שנמסר לי מבאי כח התובע ומטיטוט כתב התביעה.

<sup>2</sup> ראו: [http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report\\_cd=1001095&CompCd=1433](http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=1001095&CompCd=1433)

<sup>3</sup> ראו: [http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report\\_cd=1001093&CompCd=1433](http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=1001093&CompCd=1433)

<sup>4</sup> ראו: [http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report\\_cd=1025920](http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=1025920)

<sup>5</sup> ראו: [http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report\\_cd=1028807&CompCd=1433](http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=1028807&CompCd=1433)

- שעקב הסחירות הנמוכה במניה, היה סביר שיאפשרו לשוק ההון זמן לעבד את שווי החברה והשפעת העסקה עליה בכדי שיוכלו לקבל החלטות השקעה מושכלות בחברה.
10. הדברים נושאים משנה תוקף בשים לב לכך שדובר על הנפקה של 42.26% מהון המניות המונפק וזכויות ההצבעה בחברה בדילול מלא.<sup>6</sup> עוד ראוי לציין כי ההשתתפות המינימאלית בהנפקה הייתה ברכישת מנה של 10,000 מניות, כלומר השתתפות בסך של 45,000 ש"ח שמהווה מחיר מינימאלי ליחידה. כמו כן, הוטלו מגבלות נוספות על סחירות המניות לאחר ההנפקה, איסור על רכישה עבור אדם אחר וכדומה. מגבלות אלו מטילות ספק רב ביכולת המשקיעים בשוק ההון לנתח ולהשתתף בהנפקת הבזק הנ"ל, במיוחד שמהדובר מלכתחילה בחברה המחוקה למסחר.
11. לדוח המדף צורף דוח של חברת BDO שכותרתו "בדיקה כלכלית לצורך גיוס הון באמצעות הנפקת מניות".
12. חוות דעת זו דנה בכשלים שנפלו בדוח זה ובהערכה הנאותה לשווייה ההוגן של מניית החברה נכון ליום 31.12.2015 כאומדן לשווייה באפריל 2016.

## **1.6 מקורות המידע עליהם מתבססת חוות הדעת**

13. חוות דעתי הסתמכה אך לא הוגבלה בשימוש במקורות המידע הבאים:
- 13.1. הצעת מדף של חברת מדיפאואר מתאריך 06.04.2016.
- 13.2. הערכת שווי חברת BDO שצורפה להצעת המדף (להלן: "הערכת שווי BDO").
- 13.3. טיוטת כתב התביעה ונספחיו.
- 13.4. דוחות כספיים של החברה ליום 31.12.2015.
- 13.5. דוחות כספיים של חברות השוואה כפי שהוגדרו.
- 13.6. מאמרים וספרות אקדמית ככל המפורטים בחוות הדעת.

<sup>6</sup> סעיף 1.2 בדוח הצעת המדף.



## 2 אודות חברת מדיפאואר

14. החברה התאגדה לראשונה ב-17 לספטמבר 2001 תחת השם Medipower (Overseas) Limited, כחברה קפריסאית פרטית, בשנת 2007 מניות החברה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.
15. הפעילות העיקרית של החברה הינה אחזקת נכסי נדל"ן מניב מסחרי המתמקדת בעיקר במדינות צפון אמריקה (קנדה וארצות הברית). פעילות החברה כוללת רכישת הנכסים, השכרתם, השבתם ותפעולם. נוסף לכך, החברה מחזיקה בקרקעות אשר צפויות להבשיל לפרויקטי נדל"ן נוספים (בני יורק ובפלורידה). כמו כן, החברה מחזיקה בבניין משרדים בעיר סופיה בבולגריה.
16. ביום 23.7.2012 הודיעה הבורסה לניירות ערך כי החברה אינה עומדת בכללי השימור שנקבעו. כללי שימור אלו כוללים אחד מהמצבים המפורטים להלן: א) שווי החזקות הציבור נמוך מ-5 מיליון ש"ח. ב) שיעור החזקות ציבור נמוך מ-15%, למעט מקרים בהם שווי החזקות הציבור עולה על 15 מיליון ש"ח. ג) ההון העצמי של החברה, על פי כל אחד מארבעה הדו"חות הכספיים האחרונים, נמוך מ-2 מיליון ש"ח, למעט מקרים בהם שווי החזקות הציבור עולה על 24 מיליון ש"ח.<sup>7</sup> בפרט, מדיפאואר לא עמדה בתנאי שיעור אחזקות הציבור המינימאלי שכן שיעור אחזקות הציבור עמד על 11.63% נמוך מדרישת הסף של 15%.
17. בחודש ינואר 2015 נמחקה החברה ממסחר בבורסת תל אביב מאחר ולא עמדה בתנאים הדרושים לחידוש מסחר במשך 24 החודשים שקדמו למחיקה.
18. נכון למועד כתיבת חוות דעת זו, החברה החזיקה בבעלות מלאה של מס' חברות בנות אשר ריכזו את פעילותיה בכל אחד מהמגזרים הגאוגרפיים של החברה (ארה"ב וקנדה). בנוסף לחברה יש אחזקה משותפת עם שותפים אסטרטגים בכל אחד מאזורי הפעילות אשר מחזיקים בבעלות משותפת על חברות נכדות של החברה.
19. נכסיה המהותיים הנמצאים באחזקת החברה הם:
- 19.1. Talbot Center – הנכס נמצא בבעלות מלאה של החברה והוא ממוקם בחבל אונטריו, קנדה. הנכס נרכש על ידי החברה בתחילת שנת 2007 ב-14,700 אלפי דולר קנדי, על פי הערכות השמאי השווי ההוגן של נכס זה ליום 31/12/2015 הינו 18,500 אלפי דולר קנדי. נכון לתאריך 31/12/2015, שיעור תפוסת הנכס הינו 100%. שטח הנכס כולל 6,886 מ"ר מסחר. נכס זה יצר NOI בסך 1,062 אלפי דולר קנדי בשנת 2015. על בסיס נתונים אלו (הכנסות, רווחים, גודל השטח ותשואה על ההון) נערכה הערכת שווי לנכס זה<sup>8</sup>
- 19.2. Berkshire Square – החברה מחזיקה 80% מהנכס אשר ממוקם ב-Wyomissing, פנסילבניה, ארצות הברית. הנכס נרכש על ידי החברה בנובמבר שנת 2011 ב-16,600 אלפי דולר, על פי הערכות השמאי השווי ההוגן של נכס זה בתאריך 31/12/2015 הינו 18,600 אלפי דולר. נכון לתאריך 31/12/2015, שיעור תפוסת הנכס הינו 99%. שטח הנכס כולל 10,447 מ"ר מסחר. נכס זה יצר NOI של 1,405 אלפי דולר בשנת 2015. על בסיס נתונים אלו (הכנסות, רווחים, גודל השטח ותשואה על ההון) נערכה הערכת שווי לנכס זה.

<sup>7</sup> ראו: [http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report\\_cd=751941](http://maya.tase.co.il/bursa/report.asp?report_cd=751941)

<sup>8</sup> דוח תקופתי של החברה ל-31.12.2015, סעיף 8.1.9

- 19.3. Hannaford Plaza – הנכס ממוקם בעיר Utica הנמצא במדינת ניו יורק, ארצות הברית. נכון לסוף שנת 2015 חברת מדיפאואר החזיקה 75% מבעלות הנכס באמצעות חברה נכדה. החברה רכשה את הנכס בשנת 2011 ב- 14,100 אלפי דולר. נכון למועד כתיבת דו"ח הדירקטוריון שעור ההשכרה בנכס הינו 93% מתוך 13,364 מ"ר בנכס. הנכס יצר NOI של 1,387 אלפי דולר בשנת 2015 ולפי הערכת השמאי ליום 31.12.15 הוא שווה 17,900 אלפי דולר.
- 19.4. Southbridge Fair – הנכס ממוקם בעיר Southbridge במדינת מסצ'וסטס, ארצות הברית ומוחזק בבעלות של 80% על ידי החברה. כל המ"ר 10,540 במבנה מושכרים נכון לסוף שנת 2015, אשר יצרו NOI של 948 אלפי דולרים בשנת 2015. על פי הערכת השמאי השווי ההוגן של נכס זה ליום 31.12.15 הינו 13,600 אלפי דולר.
- 19.5. Promenade East – הנכס נמצא בעיר Lebanon במדינת פנסילבניה, ארה"ב ומוחזק בבעלות של 80% על ידי החברה. שווי הוערך ליום 31/12/2015 ב-13,500 אלפי דולר, שווי זה מגלם עליה של כ-6% בשנת 2015. גם בנכס זה שיעור התפוסה הינו 100%. סה"כ השטחים המושכרים בנכס הינם 10,042 מ"ר אשר יצרו בשנת 2015 הכנסות בגובה 1,447 אלפי דולר ו-NOI של 939 אלפי דולר.
- 19.6. Madeira Plaza & North End Shopping Center – שני נכסים אלו נרכשו במרץ 2016 על ידי בחברה בסכום של 26,500 אלפי דולרים. הנכסים שנרכשו מעוגנים בסופרמרקטים ומשתרעים על שטח של כ-25,000 מ"ר. על פי דוחות החברה, 97.5% משטחי המסחר הכלליים מושכרים בנכסים אלו.

20. להלן טבלת סיכום לשווי נכסי החברה –

טיאור המכשיר הנמדד	שווי הוגן ליום 31 בדצמבר 2015 (אלפים)	טכניקת הערכה	תיאור הנתונים שאינם נצפים	טווח
<b>השקעות בנדל"ן להשקעה בארה"ב:</b>				
מסחר	\$63,300	גישת ההכנסה – היוון תזרימי מזומנים	אומדן דמי שכירות למ"ר NOI מייצג לצורך הערכת שווי למ"ר שיעור ההיוון שיעור תפוסה	\$13.85-20.46 \$8.83-13.90 6.3%-7.0% 93%-95%
<b>השקעות בנדל"ן להשקעה בקנדה:</b>				
מסחר	\$21,105	גישת ההכנסה – היוון תזרימי מזומנים	אומדן דמי שכירות למ"ר NOI מייצג לצורך הערכת שווי למ"ר שיעור ההיוון שיעור תפוסה	\$9.42-20.65 \$8.24-19.03 6%-6.8% 95%-98%
תעשייה קלה	\$1,298	גישת ההכנסה – היוון תזרימי מזומנים	אומדן דמי שכירות למ"ר NOI מייצג לצורך הערכת שווי למ"ר שיעור ההיוון שיעור תפוסה	\$3.81 \$ 2.54 10.50% 85%
<b>השקעות בנדל"ן להשקעה בבולגריה:</b>				
משרדים	\$3,657	גישת ההשוואה	אומדן שווי למ"ר	\$825-783

\* מקור ביאור 25 (ב) לדוחות כספיים לשנת 2015 עמ' 67

21. היות ופעילות הליבה של חברת מדיפאואר הינה אחזקת נכסי נדל"ן מניב, החברה פועלת בהתאם לתקינה החשבונאית ומבצעת שמאיות לשווי הנכסים שברשותה. החברה מדווחת כי השווי בספרים של נכסיה אינו שונה באופן מהותי מהשווי הכלכלי שלהם.

### 3 מתודולוגיות להערכת שווי חברות

22. כיוון שמטרתה העיקרית של חוות דעת זו היא לדון בהערכת שווי חברות, אדון בקצרה בפרק זה בעקרונות העומדים בבסיס המתודולוגיה להערכת שווייה ההוגן של חברה.
23. בספרות הכלכלית מתוארות שיטות שונות להערכת שווי חברה בצורה הנאותה והמקובלת ביותר. כלל השיטות המקובלות בפרקטיקה מחולקות למספר גישות מרכזיות כלהלן:<sup>9</sup>

#### 3.1 גישת היוון תזרימי מזומנים עתידית – Discounted Cash-Flows (DCF)

24. הערכת שווי בשיטת ה- DCF, מבוססת על היוון תזרימי המזומנים החופשי עבור כל ספקי ההון של החברה, לרבות ספקי הון המניות וההון הזר (כגון: ספקי החוב). היוון תזרימי המזומנים מתבצע באמצעות מחיר היוון המשקף את הסיכון הראוי של נכסי החברה, מחיר הון זה נקרא גם Weighted Average Cost of Capital (WACC).
25. שיטה זו היא המקובלת ביותר להערכה כלכלית של שווי חברות, והיא מתבססת על העיקרון כי השווי של כל נכס, ובכלל זה שווי פירמה, נגזר ממימוש הפוטנציאל של הנכס ליצור בעתיד תזרימי מזומנים עבור כל ספקי ההון שלו. בנוסף להיותה השיטה המקובלת ביותר בפרקטיקה ובעולם האקדמי. כידוע לי, זוהי גם הגישה המקובלת על ידי בתי המשפט בישראל, כך פסק בית המשפט העליון בשנת 2009.<sup>10</sup>
26. בראיה זו ובהקשר של הערכת שווי חברות, שיטת ה- DCF נחשבת כניתוח פונדמנטלי של נתוני החברה בפני עצמה. כחלק מהניתוח הפונדמנטלי יש להתייחס לסביבתה העסקית של החברה, לציפיות רציונאליות לגבי עתידה הכלכלי וכן בהתייחס להנחות הבסיס המשקפות את הציפיות הללו ואשר מגולמות במודל הערכת השווי.
27. על פי גישה זו, יש לנתח ולבנות תזרימי הכנסות עתידי, תוך הבנת השוק הספציפי ופוטנציאל הצמיחה של החברה. כמו כן, יש לבנות תחזית הוצאות עתידיות על מנת להגיע לרווח הנקי לאחר מיסים והתאמות לתקופת התחזית.
28. לאחר חישוב תזרימי המזומנים העתידי של החברה, יש להוון את ההכנסות העתידיות לשווי הנוכחי במועד הערכת השווי, היוון התזרימי מתבצע בעזרת גורם היוון אשר מחושב ביחס לגורמי הסיכון השונים המאפיינים את התעשייה הרלוונטית, את שיעור מינוף החברה, את גודלה וכו'.
29. הערך הנוכחי של התזרימים העתידיים המיוצרים על ידי החברה מניב את שווי השוק של פעילות החברה המוערכת. שווי פעילות זה נקרא גם "Enterprise value". לשווי זה יש להוסיף את ערך הנכסים העודפים (שאינם מייצרים מזומנים) ולהפחית את השווי ההוגן של התחייבויות החברה בכדי לקבל את שווי הכלכלי של ההון העצמי של החברה.

<sup>9</sup> להרחבה ראו: ערן בן חורין, ניר יוסף וטל מופקדי - המדריך להערכת שווי חברות: תאוריה, פרקטיקה ומה שביניהם, 2013.  
<sup>10</sup> פסק הדין בית משפט עליון, השופט יורם דנצינגר, בתיק ע"א 10406/06.

30. יש לציין שגם בהערכת שווי BDO נכתב כי "השיטה המקובלת להערכת שווי חברות הינה שיטת ה-DCF". עוד נכתב בהערכת שווי BDO כי בשני סוגים של חברות לא נהוג בפרקטיקה לבצע הערכת שווי לפי שיטת ה-DCF, (1, חברות אחזקות ו-2) חברות שבבעלותן נכסי נדל"ן מניב.<sup>11</sup>
31. עוד ראוי לציין כי בהערכת שווי BDO נכתב שאין מקום לבצע את שיטת ה-DCF לחברת מדיפאואר וזאת למרות שנכסי הנדל"ן של החברה חושבו בשיטה זו, לפי נתוני החברה.

### 3.2 גישת השוק – Market Approach

32. גישת השוק או בשמה הנוסף "גישת התמחור ההשוואתי" (שיטת המכפילים) הינה שיטה נוספת להעריכת שווי חברות. הגישה גורסת כי בכדי להעריך את שווי של נכס מסוים יש לבססו על מחירי נכסים דומים אשר נמכרו ונקנו בשוק, וככל שעולה הצורך יש לבצע התאמות למחירי נכסים דומים אלו. בהתאם לשיטה זו, יש לחפש נכסים דומים לנכס אותו אנו מבקשים להעריך ועל בסיס שווים נקיש את שווי הנכס הרלוונטי.
33. לדוגמה, נניח ואנו מעוניינים למכור את דירתנו אשר גודלה הינו 120 מ"ר ונבנתה לפני 3 שנים.
34. על פי שיטה זו, לצורך הערכת שוויה של דירתי אסקור את הדירות שנמכרו בשכונתי אשר בנייתן הסתיימה בתקופות האחרונות ואחשב את העלות הממוצעת למ"ר בשכונה. להלן נתוני העסקאות של הדירות בשכונה:

עלות הדירה (ש"ח)	גודל הדירה במ"ר	עלות למ"ר (ש"ח)
2,100,000	120	17,500
1,500,000	80	18,750
1,900,000	110	17,272
<b>ממוצע עלות למ"ר בשכונה</b>		<b>17,840.67</b>

35. לאחר חישוב מ"ר ממוצע למטר בשכונתי, אוכל להעריך את שווי דירתי. שכן, העלות הממוצעת למ"ר בשכונתי הינה כ- 17,840 ש"ח וגודל דירתי הוא 120 מ"ר, מכאן ששווי דירתי על בסיס מחירי השוק הינו **2,140,800 ש"ח** (המחושב על ידי הנוסחה  $120 * 17840 = 2,140,800$ ).
36. עולה בברור כי גישה זו מניחה שגודל הדירה הוא המרכיב היחיד אשר משפיע על שוויה. מאידך, ברור שישנם גורמים נוספים המשפיעים של שוויה, כגון מיקום הדירה בבניין (קומה, חזית/עורף), כמות המרפסות, קיומה של חצר, קיומו של גג, רמת הגימור, שנת הבניה, הצורה הפיזית של הבניין והדירה (מלבנית/מרובעת) ועוד גורמים נוספים רבים.
37. בהקשר של הערכות שווי של חברות, מתודת המכפילים מבססת את שווי החברה על יחסים פיננסיים מקובלים בענף ומכפילה יחס זה בנתונים פיננסיים של החברה המוערכת.
38. כך לדוגמה, אם נרצה להעריך את שווי חברה X אשר איננה נסחרת בבורסה על בסיס הרווח התפעולי הנקי שלה, נבחר מספר חברות נסחרות אשר דומות לה באופי הפעילות, נבחן את היחס בין שווי השוק של החברות לרווח התפעולי הנקי שלהן. ולאחר מכן, נכפיל את ממוצע או חציון היחס שחושב ברווח התפעולי הנקי של החברה המוערכת. ונקבל את שווי השוק של פעילות החברה המוערכת. שווי פעילות

<sup>11</sup> הערכת שווי BDO, שקף 7.

זה נקרא גם "Enterprize value". לשווי זה יש להוסיף את ערך הנכסים העודפים (שאינם מייצרים מזומנים) ולהפחית את השווי ההוגן של התחייבויות החברה בכדי לקבל את שווי הכלכלי של ההון העצמי של החברה.

39. החיסרונות של הגישת השוק נובעים ממספר מקורות:

39.1. **היחודיות של חברות שונות.** כאשר משתמשים בשיטת המכפילים, למעשה מניחים הנחה סמויה שחברות ההשוואה במדגם דומות לחברה שאותה אנו מבקשים להעריך. כמובן שהנחה זו לא עומדת במבחן המציאות בוודאי כאשר מדובר על חברות שונות אשר לרוב אינן בעלות מודל עסקי זהה. בנוסף, ישנם פרמטרים נוספים המשפיעים על שווי החברה כגון: יחס המינוף, שיעורי צמיחה, שיעור חלוקה מהרווח התפעולי וכו'. לכן, הערכות שווי על פי גישה זו נחשבת אומדן גס לשווי החברה ולא מיושמת לקביעת השווי הסופי. שיטה זו לרוב משמשת ככלי עזר נוסף להערכות שווי אך איננה מהווה את הבסיס לקביעת השווי אלא לצורך תימוך לשווי שהוערך בגישת ההכנסה (לרוב DCF).

39.2. בעיה נוספת שעולה משימוש בשיטה זו, היא **התלות במדגם החברות.** בחירת חברות ההשוואה היא המקור לקביעת שווי החברה המוערכת ולכן בחירה בחברות לא מתאימות גוררת הערכה מוטת של שווי החברה. יתרה מכך, גם כאשר החברות במדגם מהוות חברות השוואה לגיטימיות קיים סיכוי סביר ששימוש במדגם אחר בו חברות אחרות אשר גם עומדות בקריטריוני ההשוואה יספק הערכת שווי שונה. לכן, על מנת למזער את ההטיות הנובעות מהערכת שווי בשיטת המכפילים יש להשתמש במדגם רחב ככל הניתן של חברות בעלות אופי ומודל עסקי הדומים ביותר לחברה המוערכת. במילים אחרות, גישה זו מניחה שחברות המדגם הינם בעלי מאפיינים דומים לחברה הנבחנת. כך כתבתי בספרי:<sup>12</sup>

*“עד כה, הנחנו כי המכפיל הממוצע בקבוצת ההשוואה מתאים לתמחור החברה שאנו מעריכים. זו הנחה נכונה כל עוד החברה דומה במאפייניה לחברות שכללנו בקבוצת ההשוואה שלנו, אך במידה ולא, השימוש במכפיל הענפי כמכפיל המייצג יוביל לשווי פנימי מוטה”.*

40. כפי שאני מראה בעמוד 378 בספרי, מכפיל ההון העצמי מניח שבין החברה ובין חברות ההשוואה מתקיימים השוויים הבאים:

40.1. לחברה ולחברות ההשוואה יש את אותה תשואה על ההון העצמי. בעקיפין מניחים ששיעור המינוף זהה שכן שיעור התשואה על ההון העצמי גדל ככל ששיעור המינוף של החברה גדל.

40.2. לחברה ולחברות ההשוואה יש את אותו שיעור חלוקה מהרווח התפעולי.

40.3. לחברה ולחברות ההשוואה יש את אותו שיעור צמיחה.

40.4. בעלי מניות החברה ובעלי מניות חברות ההשוואה דורשים את אותו שיעור היוון לסיכון שהם חשופים אליו.

<sup>12</sup> בן-חורין, יוסף, מופקדי, "המדריך להערכת שווי חברות", פרובוק-דיונון 2013. ההדגשה אינה במקור

- 40.5. בגלל הנחות רבות אלו, האמינות המשוייכת לשיטת המכפילים הינה פחותה ביותר ומעריכי שווי מעדיפים להעריך את שווי החברה על ידי ניתוח "פונדמנטלי" כלומר על ידי תחזית לביצועי החברה.
41. נוסף לכך, כאשר מעריכים חברות נדל"ן, נכון יותר יהיה להעריך כל נכס בפני עצמו ולא את כל נכסי החברה במשותף. במילים אחרות יישום הגישה ההשוואתית היה צריך להתבצע ברמת הנכס ולא ברמת החברה. הסיבה לכך נעוצה בעובדה כי שווים של נכסי נדל"ן מושפעים מאוד ממוקומם הגאוגרפי. ברור שחברה אשר בבעלותה נכס מניב בבאר שבע לא יכולה להוות בסיס להשוואה לחברה עם נכס זהה אשר ממוקם בתל אביב. הדרך הנכונה להעריך את שווי הנכס תהיה מול נכסים דומים שנמצאים בבאר שבע בסביבת הנכס המוערך (אזור בו שווי הקרקע זהה), נכסים בעלי יעוד זהה שנבנו בתקופה דומה למועד הקמת הנכס שנבקש להעריך את שווי.

## 4 יישום גישת השווי הנכסי הנקי – Net Assets Value

### (NAV)

42. שיטת ה-NAV הינה שיטה אשר משתמשת בתוצאות הערכות השווי באחת השיטות שהוצגו לעיל בכדי להגיע משווי נכסי החברה לשווי ההון העצמי שלה. גישה זו מיושמת לרוב בחברות שלהן מספר רב של נכסים עצמאיים ושונים ובפרט בחברות אחזקות וחברות נדל"ן. הרעיון המרכזי בשיטה הוא בניה מחדש של מאזן החברה, ובעיקר עדכון של צד הנכסים וההתחייבויות במאזן. כל סעיף במאזן עובר ניתוח יסודי על מנת לחשב את שווי השוק שלו ו"להחליפו" במאזן עם שווי הספרים. לאחר מכן, מחסירים את השווי ההון של ההתחייבויות משווי ההון של סך הנכסים ומגיעים לשווי ההון של ההון העצמי.
43. השווי ההון של ההון העצמי למעשה מבטא את שווי מניות החברה, לעיתים יש לבצע התאמות לשווי זה הנובעות מהתרומה/הנזק ששדרת הניהול מקנה לשווי החברה, מגן מס להוצאות וכו'.
44. שיטת ה-NAV הינה שיטה מקובלת מאוד להערכת שווי חברות נדל"ן מניב כמו גם לחברות החזקות. הסיבה לכך תמונה בעובדה שכל אחד מנכסי הנדל"ן המניב ו/או החברות השונות אשר בבעלות החברה, מתפקד כיחידה תפעוליים עצמאית המייצרת תזרים באופן אוטונומי. כך כתבתי גם בספרי<sup>13</sup>:
- "בפרקטיקה, השימוש בשיטה [NAV] נהוג בעיקר בענף הנדל"ן, בו חיזוי תוצאות הפעילות אינו אפשרי וישנה עדיפות לחישוב שווי השוק של הנכסים אחד-אחד. בענף הנדל"ן שווי הנכסי השונים מתקבל לרוב משמאי מקרקעין המעריך את הנכס באחר משלושת השיטות הבאות: DCF, השוואה לעסקאות דומות, עלות הקמה מחדש."*
45. כפי שמוסבר לעיל, הסיבה שמתודולוגיה זו היא הנכונה להערכת שווי חברות נדל"ן וחברות אחזקות טמונה בעובדה שלחברות מסוג זה יש נכסים אשר מיצרים תזרים הכנסות באופן עצמאי ואינו תלוי ביתר פעילות החברה.

<sup>13</sup> ראו: בן-חורין, יוסף, מופקדי, "המדריך להערכת שווי חברות", פרק 9.6 עמ' 423. פרובוק-דיונון 2013.

46. כך לדוגמה, ניתן למצוא יישומים של שיטת ה-NAV במספר חוות דעת כלכליות שהוגשו במסגרות ליטיגציה שונות, כגון הערכת השווי שביצע פרופסור אמיר ברנע לחברת IDB פיתוח כחלק מהליך הפירוק שלה והערכת השווי שביצע פרופסור עודד שריג (עם רו"ח שלומי קלסי) בהליך המשפטי שבין נושי חברת "אלון" חברת הדלק לישראל בע"מ ובעלי מניותיה.
47. יש לציין כי על פי התקינה החשבונאית, על חברות נדל"ן לבצע הערכת שווי לכל נכס באמצעות שמאי לפחות אחת לשנה ולעדכן בהתאם את שווי ההוגן של כל נכס בספרים. לכן, שווי הנכסים המניבים בחברות נדל"ן מוצגים בדוחות החברה בשוויים ההוגן, ומכאן שבדרך כלל בחברות נדל"ן מניב שווי ההון העצמי בספרים משקף בקירוב את שווי ההוגן של החברה.

## חלק ב' – הערכת שווי BDO והכשלים שנפלו בה

48. כאמור, ביום 06/04/2016 פרסמה הנהלת החברה הצעת מדף להנפקת מניות בבורסת תל אביב. טרום ההנפקה ההון המונפק והנפרע בחברה היה 14,266,481 מניות וההון העצמי הסתכם ל- 27,121 אלפי דולר.
49. מחיר המינמום של ההנפקה נסמך בין השאר על הערכת השווי שביצעה חברת BDO עבור חברת מדיפאואר. על פי ממצאי חברת BDO, מחיר מינימום זה עבור המניות המונפקות של החברה הינו 4.5 ש"ח.
50. הערכת השווי של חברת BDO כללה שלוש שיטות לכימות השווי ההוגן של הון החברה, כאשר העיקרית ביניהן לשיטתי הינה שיטת ה-NAV (Net Assets Value) המוצגת לעיל.
51. יודגש, כבר בפתח הדברים כי, עם כל הכבוד, הערכת השווי של חברת BDO בוצעה בצורה כלכלית לא תקינה ונפלו בה כשלים מהותיים ביותר, הן מבחינה תחשיבית, הן מבחינת הנתונים שביסודה והן מבחינת השיטות המיושמות בה ואופן יישומן. כפועל יוצא מכך, המחיר למניה של חברת מדיפאואר הנגזר מאותה הערכת שווי של BDO הינו בברור הערכת חסר משמעותית מהשווי הכלכלי של המניה בתנאי שוק חופשי.
52. להלן אפרט את השיטות השונות בהן נעשה שימוש בהערכת שווי BDO וכן אפרט את ההנחות שבבסיסן. בהמשך אעמוד על הכשלים שנפלו בהערכת השווי של BDO. לשם נוחות הדיון תתי פרקים אלו מסודרים בהתאם לסדר הצגת מודלי הערכת השווי המופיעים בהערכת שווי BDO.
53. כפי שאראה בפרק זה, בהערכת שווי BDO נפלו כשלים מתודולוגיים, חישוביים ויישומיים מהותיים אשר תיקונם היה מביא לערך גבוה יותר לחברה ולמניותיה.
54. למרות שבהערכת שווי BDO השתמשו בשלוש שיטות שונות לחישוב השווי, להערכתי המקצועית הדרך הטובה ביותר להעריך את שווייה הכלכלי של מניית החברה הוא בשיטת ה-NAV אשר מהווה במקרה זה יישום הלכה למעשה לגישת "היוון תזרימי מזומנים" (DCF), זאת כיוון שהחברה מוסרת שהערך הכלכלי של נכסי החברה חושב בגישת ה-DCF.
55. למרות שלדעתי אין מקום לביצוע הערכת שווי בשיטה אחרת מלבד שיטת NAV אתיחס גם לשיטות האחרות המופיעות בהערכת שווי BDO ואציג את הכשלים שנפלו בכל אחת מדרכי הניתוח.
56. אציין כי, כחוט השני, לאורך הערכת השווי שביצעה חברת BDO שזורים כשלים מהותיים אשר יוצרים עיוותים מהותיים והערכת חסר לשווייה ההוגן של החברה. בפרק זה של חוות דעתי, אציין ואסביר את הכשלים אשר עלו בעבודת BDO.
57. לשם נוחות הדיון גם תתי פרקים אלו מסודרים בהתאם לסדר הצגת מודלי הערכת השווי המופיעים בהערכת שווי BDO.



## 5 שיטת מכפיל הון רוב

58. הערכת שווי BDO התבססה על מכפיל הון רוב אשר כולל את ההון הרשום בספרי החברה בניכוי זכויות שאינן מקנות שליטה. על פי השיטה יש להכפיל את ההון העצמי החשבונאי של החברה ב"מכפיל ההון". מכפיל ההון מוערך על ידי חישוב ממוצע משוקלל של היחס שבין שווי השוק של חברות ההשוואה לשווי בספרים של בעלי השליטה בחברה.
59. מדגם חברות ההשוואה שנבחרו בהערכת שווי BDO כלל את החברות הבאות: אספן גרופ, סקייילין, אלקטרה נדל"ן, אופטיבייס, רבד, מישורים וחברת אביב ארלון.
60. בנוסף בהערכת שווי BDO נבחנו מכפילי הון רוב בארבע נקודות זמן שונות ונעשה שימוש בממוצע רב תקופתי לכל חברה. ממוצע זה מתפרס על התאריכים 30/06/2014-31/12/2015 (בהפרשים של חצי שנה בין דגימה לדגימה).
61. בהתאם, היחס הממוצע של מכפיל ההון רוב במדגם שנבחר הינו 63.62% המשקף שווי שוק לחברה העומד על 17,253 אלפי דולר, ומשקף מחיר מניה של 1.21 דולר המתורגמים ל- 4.72 ש"ח למניה.<sup>14</sup>

### 5.1 הכשלים שנפלו בשיטת מכפיל הון רוב בהערכת שווי BDO והשפעתם על השווי הנאמד

#### 5.1.1 שימוש במכפיל במטרה להעריך שווי חברה

62. שיטה זו מביאה להערכת חסר וזאת עקב כשלים שבה. הכשל הראשון הקשור לשיטה זו נובע מעצם השימוש בשיטת מכפילים בכדי להעריך את שווי של הנכס.
63. כפי שצינתי בפרק 3.2 לעיל, למדגם החברות יש השפעה מהותית על השווי שיוערך על ידי המערך בשיטה זו. לכן, במידה והחברות שנבחרו למדגם אינן מייצגות את החברה המוערכת, השווי שיגזר מחברות המדגם יהיה מוטה ויספק תוצאה לא מדוייקת.

#### 5.1.2 חישוב ממוצע של ארבע תקופות היסטוריות ולא שימוש בנקודת הזמן העדכנית ביותר

64. כמתואר לעיל, בהערכת שווי BDO הציגו את ממוצע המכפיל על פני ארבע תקופות שונות והיסטוריות. להערכת החלטה זו הינה שגויה.
65. היות והערכת השווי שערכה חברת BDO מתייחסת לשווי החברה במועד הנפקה (אפריל 2016) אין כל משמעות כלכלית לבחינת מכפיל ההון שהיה בעבר ובטח שלא בטווח זמן של כשנתיים לפני כן.
66. אמחיש זאת באמצעות דוגמא פשוטה:
- 66.1. נניח שאני רוצה לאמוד את שווייה של דירה שאני מחזיק בבניין בו כל הדירות זהות.
- 66.2. השכנה שלי מכרה את דירתה אתמול במחיר של 2 מיליון ש"ח והשכן שלי מכר את דירתו במחיר של 1 מיליון ש"ח לפני שנתיים. עוד נניח, כמי שמתמש בגישת המכפילים, שמחירים אלו הינם מחירים הוגנים הנצפים בשוק פעיל.

<sup>14</sup> להרחבה ראו שקף 11 בהערכת שווי BDO.

- 66.3. האם אני צריך למצע את מחירי הדירות ולהסיק מכך שמחיר הדירה שלי עומד על 1.5 מיליון ש"ח או להסתמך על העובדה ששכנתי מכרה את דירתה אתמול ולכן דירתי צריכה להיות שווה כ- 2 מיליון ש"ח?
- 66.4. להערכתני התשובה ברורה: שווי דירתי הוא השווי העדכני נכון ליום החישוב הצופה פני עתיד ולא השווי שגולם בעבר בשוק.
67. מכאן עולה שהדרך הנכונה לחישוב היחס הממוצע של החברות המתחרות היא לפי המועד המעודכן ביותר אשר יש עבורו נתונים זמינים, במקרה זה דוחות לתאריך 31/12/2015.
68. להלן החישובים המעודכנים בהשוואה לאלו שבוצעו בהערכת שווי BDO באשר לחברות הספציפיות שנבדקו):

שם החברה	30/06/2014	31/12/2014	30/06/2015	31/12/2015	ממוצע לתקופה	תקופה אחרונה
אספן גרופ	שווי שוק	255,063	296,971	345,012		
	סך הון	482,804	468,831	502,213		
	הון מיעוט	35,988	40,446	56,665		
	הון רוב	446,816	428,385	445,548		
	<b>מכפיל הון רוב</b>	<b>0.571</b>	<b>0.693</b>	<b>0.774</b>	<b>0.698</b>	<b>0.774</b>
סקיילין	שווי שוק	292,799	371,956	404,522		
	סך הון	491,834	464,272	477,789		
	הון מיעוט	7,588	8,239	31,611		
	הון רוב	484,246	456,033	446,178		
	<b>מכפיל הון רוב</b>	<b>1.024</b>	<b>0.605</b>	<b>0.816</b>	<b>0.838</b>	<b>0.907</b>
אלקטרה נדל"ן	שווי שוק	176,354	183,641	234,540		
	סך הון	445,725	363,718	357,629		
	הון מיעוט	3,489	3,159	2,079		
	הון רוב	442,236	360,559	355,550		
	<b>מכפיל הון רוב</b>	<b>0.672</b>	<b>0.399</b>	<b>0.509</b>	<b>0.560</b>	<b>0.660</b>
אופטיבייס	שווי שוק	138,393	154,112	157,148		
	סך הון	299,745	306,639	294,929		
	הון מיעוט	76,364	84,916	77,260		
	הון רוב	223,380	221,724	217,669		
	<b>מכפיל הון רוב</b>	<b>0.350</b>	<b>0.620</b>	<b>0.695</b>	<b>0.597</b>	<b>0.722</b>
רבד	שווי שוק	143,076	172,152	171,523		
	סך הון	284,814	268,544	272,847		
	הון מיעוט	5,542	3,196	4,625		
	הון רוב	279,272	265,348	268,222		
	<b>מכפיל הון רוב</b>	<b>0.591</b>	<b>0.512</b>	<b>0.649</b>	<b>0.598</b>	<b>0.639</b>
מישורים	שווי שוק	107,059	138,001	121,075		
	סך הון	502,726	439,236	499,402		
	הון מיעוט	264,826	239,894	242,432		
	הון רוב	237,900	199,342	256,970		
	<b>מכפיל הון רוב</b>	<b>0.907</b>	<b>0.450</b>	<b>0.692</b>	<b>0.630</b>	<b>0.471</b>
אביב ארלון	שווי שוק	106,666	119,017	94,689		
	סך הון	246,450	226,430	170,036		
	הון מיעוט	63	108	0		
	הון רוב	191,632	226,321	170,036		
	<b>מכפיל הון רוב</b>	<b>0.490</b>	<b>0.557</b>	<b>0.526</b>	<b>0.532</b>	<b>0.557</b>
<b>ממוצע</b>				<b>0.6362</b>	<b>0.6757</b>	

69. כפי שניתן לראות בנקל, בהערכת שווי BDO הגיעו למכפיל הון של 0.6362 מאידך מכפיל ההון המבוסס על נתוני דצמבר 2015, העדכני ביותר, עומד על כ- 0.6757, נתון הגבוה בכ- 6.22% מזה המצויין בהערכת שווי BDO.

### 5.1.3 שימוש במדגם לא מייצג

70. כאמור, שיטת המכפילים נשענת על כך שהחברות במדגם שעל בסיסם מתבצעת הערכת השווי הן חברות דומות הפועלות במגזרי פעילות דומים ככל הניתן על מנת למנוע אי דיוקים בשווי ההגון של החברה המוערכת.

71. שלושת הקריטריונים שעל פיהם נבחרו חברות ההשוואה למדגם בהערכת שווי BDO הם: <sup>15</sup>

71.1 חברות נדל"ן הנסחרות בבורסת תל אביב.

71.2 חברות שפעילותיהן מרוכזות בחו"ל.

71.3 חברות שההון העצמי שלהן נע בין 50-500 מיליון דולר.

72. לדעתי, הקריטריונים הנ"ל אינם מבטאים כראוי פעילות המקבילה לאופי החברה המוערכת, ופוגמים בצורה ניכרת במדגם החברות ובתוצאות ההערכה. יתרה מכך, הקריטריון לבחירת חברות ההשוואה כחברות נדל"ן שפעילותיהן בחו"ל איננו מספיק ספציפי, שכן, ישנם מספר תחומים בפעילות בענפי הנדל"ן וישנה פריסה גיאוגרפית רחבה מאוד ולא רלוונטית לפעילות החברה.

73. העובדה שהרוב המכריע של פעילות החברה ממוקם בצפון אמריקה (קנדה וארה"ב) ופעילותה ממוקדת באחזקת נכסי נדל"ן מניב יש להשתמש בחברות הפועלות באזורים גיאוגרפים דומים אשר ליבת הפעילות שלהם הינה אחזקה ותפעול של נכסי נדל"ן מניב.

74. להלן רשימת שבע החברות שהוגדרו במדגם המופיע בהערכת שווי BDO בהערכת השווי: <sup>16</sup>

74.1 **אספן גרופ** – לחברה הון עצמי של כ-502 מיליון דולר ליום 31.12.15, בשונה מחברת מדיפאואר, החברה מחזיקה במספר נכסי נדל"ן מניב בישראל ובמדינות שונות באירופה ואין בבעלותה נכסים מניבים בצפון אמריקה. כמו כן, לאספן גרופ מגזר פעילות גדול ומשמעותי בענף האנרגיה. שווי הנכסים במאזן החברה הינו 2,470 מיליון דולר אשר משקף שיעור מינוף של כ-80%.

74.2 **סקיילין** – לחברה הון עצמי של כ-158 מיליון דולר, החברה עוסקת בייזום בנייה ושיווק קרקעות להשקעה בקנדה, וכן מנהלת ומפעילה כפרי נופש בארצות הברית וקנדה. בנוסף לכך, בדומה לחברת מדיפאואר, לסקיילין יש באחזקותיה נכסי נדל"ן מניב בארצות הברית ובקנדה. שווי הנכסים במאזן החברה הינו 382 מיליון דולר אשר משקף שיעור מינוף של כ-58%.

74.3 **אלקטרה נדל"ן** – לחברה הון עצמי של כ-358 מיליון דולר, בשונה מחברת מדיפאואר החברה פועלת בייזום ובניית פרויקטים בענף הנדל"ן. בדומה לחברת מדיפאואר אלקטרה נדל"ן מחזיקה נכסים מניבים בצפון אמריקה. שווי הנכסים במאזן החברה הינו 1,020 מיליון דולר אשר משקף שיעור מינוף של כ-65%.

<sup>15</sup> הערכת שווי BDO עמוד 10.

<sup>16</sup> יש לציין שבהערכת שווי BDO בעמוד 10 נכתב שהמדגם כולל שמונה חברות אך בפועל השתמשו בשבע חברות.

- 74.4. **אופטיבייס** – לחברה הון עצמי של כ-273 מיליון דולר, בשונה מחברת מדיפאואר לחברה 4 נכסי נדל"ן מניב בשני נכסים בשוויץ, נכס אחד בגרמניה ובדומה לחברת מדיפאואר יש לה נכס אחד בארצות הברית. שווי הנכסים במאזן החברה הינו 624 מיליון דולר אשר משקף שיעור מינוף של כ-56%.
- 74.5. **רבד** – לחברה הון עצמי של כ-75 מיליון דולר, בשונה מחברת מדיפאואר לחברה מספר נכסי נדל"ן מניב במדינות שונות באירופה ובישראל. בנוסף. שווי הנכסים במאזן החברה הינו 263 מיליון דולר אשר משקף שיעור מינוף של כ-71%.
- 74.6. **מישורים** – לחברה הון עצמי של כ-499 מיליון דולר, החברה פועלת רבות בצפון אמריקה. בניגוד לחברת מדיפאואר, מישורים עוסקת ביזום נדל"ן בקנדה ובנוסף רוכשת ומשביחה נכסי נדל"ן ישנים לצורך מכירה עתידית. כמו כן, החברה מפעילה בתי מלון בקנדה ובארצות הברית ומחזיקה בנכסי נדל"ן מניב בישראל ובארצות הברית. שווי הנכסים במאזן החברה הינו 1,606 מיליון דולר אשר משקף שיעור מינוף של כ-69%.
- 74.7. **אניב ארלון** – לחברה הון עצמי של כ-170 מיליון דולר, בשונה מחברת מדיפאואר החברה מחזיקה במספר נכסי נדל"ן מניב בסרביה ובדומה לחברת מדיפאואר היא מחזיקה מספר נכסי נדל"ן מניב בארה"ב. שווי הנכסים במאזן החברה הינו 554 מיליון דולר אשר משקף שיעור מינוף של כ-65%.
75. בסקירה התמציתית לעיל של חברות המדגם, ובדיון על הדומה והשונה בין החברות וחברת מדיפאואר, ניתן להסיק כי הבסיס עליו נשענת מתודולוגיית המכפילים – הזהות היחסית בין החברות, מהווה "משענת קנה רצוף". חברות המדגם אינן חברות דומות למדיפאואר מטעמים שונים, קיימות חברות הדומות יותר למדיפאואר ואשר מהוות מדגם נכון ומדויק יותר לחברה. הלכה למעשה, אין כל הצדקה מקצועית ו/או הגיונית לבחור את חברות המדגם כפי שנבחרו על ידי BDO. לכן, לא ניתן ללמוד כלל מתוצאות הבדיקה הנ"ל על החברה המוערכת.

#### 5.1.4 משמעות תיקון הכשלים שנפלו בפרק זה על שווי החברה

76. על מנת לתקן את הכשל הראשון - הכשל בשיטת המכפיל כפי שבוצע על ידי BDO, השתמשתי בנתונים מהאתר של Prof. Aswath Damodaran אשר מציג ניתוחים וכלים לצורך ביצוע הערכת שווי חברות.<sup>17</sup> הנתונים בהם בחרתי להשתמש הינם מכפילי היחס בין השווי בספרים ושווי שוק של חברות נדל"ן בארצות הברית.
77. בחרתי להשתמש ביחסים אלו היות והם נותנים ביטוי למגוון רחב של חברות העוסקות בשוק הנדל"ן בארצות הברית ומספר תחומים אשר משיקים זה לזה. שימוש במכפילים מאתרו של Prof. Aswath Damodaran מקובלים בתעשיית הערכות השווי ממספר סיבות עקרוניות:
- 77.1. מדגם החברות רחב מאוד ומהווה אינדיקציה יותר משמעותית לשוק ספציפי. כאשר משתמשים במדגם מצומצם של חברות הוא נחשב "נחות" יותר ממדגם רחב כי בעת שימוש במדגם חברות קטן צפוי להתקבל יחסים שונים ומכך שווי שונה לחברה.

<sup>17</sup> פרופסור Aswath Damodaran הוא פרופסור מאוניברסיטת NYU המהווה את מקור המידע הנפוץ ביותר לתחום הערכות שווי של חברות. באתר שלו מפורסמים נתונים מעודכנים על כלל התעשיות ברחבי השווקים בעולם.  
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

- 77.2. הנתון הנ"ל נכון יותר מבחינה אובייקטיבית, זאת כיוון שאין למעריך השווי מקום להטיות דגימה, זאת כיוון שהוא לא בוחר את החברות הכלולות במדגם החברות.
- 77.3. מבחינה סטטיסטית ככל שהמדגם רחב יותר כך גם יורד הסיכוי לתוצאה מוטית (biased result) זאת כיוון שעקב חוק המספרים הגדולים סטיית התקן של האומדן הינה נמוכה יחסית (באופן פרופורצינאלי הפוך לשורש גודל המדגם).
78. בנוסף, בחנתי ארבעה סוגי מדגמים של חברות נדל"ן שונות להלן מפורטים מכפילי ההון שלהם:
- 78.1. Real Estate Investment Trust - R.E.I.T - המדגם מכיל 221 חברות שונות בשוק האמריקאי. מכפיל Price to Book Value PBV של החברות במדגם הוא 2.06.
- 78.2. Real Estate (Development) - המדגם מכיל 21 חברות אמריקאיות ומכפיל ה-PBV הוא 1.37.
- 78.3. Real Estate (General/Diversified) - המדגם מכיל 12 חברות אמריקאיות ומכפיל ה-PBV הינו 1.69.
- 78.4. Real Estate (Operations & Services) - המדגם מכיל 55 חברות אמריקאיות ומכפיל ה-PBV הוא 2.22.
79. להלן טבלה המפרטת את השווי התוצאתי כאשר משתמשים במוצע וחציון מכפילי הון אלו:

ממוצע	חציון	
1.83	1.88	<b>מכפיל הון</b>
27,121	27,121	<b>סך הון (אלפי \$)</b>
49,757	50,932	<b>שווי כלכלי מוערך (אלפי \$)</b>
14,266	14,266	<b>מספר מניות (אלפים)</b>
3.49	3.57	<b>מחיר למניה (דולר)</b>
<b>13.60</b>	<b>13.92</b>	<b>מחיר למניה (ש"ח)</b>

80. על פי נתונים אלו, שווי מניית חברת מדיפאואר נע בטווח שבין 13.60 ש"ח כאשר משתמשים במוצע המכפילים ובין- 13.92 ש"ח כאשר משתמשים בחציון המכפילים.
81. כפי שהסברתי לעיל, אינני חושב ששיטה זו הינה השיטה הנכונה לביצוע הערכת שווי לחברות אך יישום גישה זו באופן נאות היה מניב תוצאה שונה משמעותית מזו המוצגת בהערכת שווי BDO. בעוד שבשיטת BDO המכפיל היה 0.636 והשווי למניה היה 4.72 לפי המדגם הנכון המכפיל נע בין 1.88- 1.83 והשווי למניה נע בין 13.6-13.92 ש"ח.

## 6 שיטת NAV (Net Asset Value) או "שווי נכסי נקי"

82. השיטה השנייה בה נקטו בהערכת השווי של חברת BDO, היא שיטת השווי הנכסי הנקי (שיטת NAV).
83. ההון העצמי של החברה בספרים בניכוי שווי זכויות המיעוט כפי שהופיע בדוחותיה הכספיים של החברה ביום 31/12/2015 עמד על 27,121 אלפי דולר.
84. משווי זה BDO הפחיתה את ערך **תביעות הניהול**. תביעות הניהול מייצגות את העלויות שיש לשלם להנהלת החברה בגין העובדה שהם מנהלים את החברה. בחישובם, הופחתו בהערכת שווי BDO ערכם של התשלומים להנהלת החברה הצפויים בחמש השנים הבאות. עלות זו הוערכה בכ- 1,706 אלפי דולר לשנה לפני מס. כאשר משתמשים במקדם היוון ברמה של 10% מקבלים כי הערך הנוכחי של תביעות ניהול אלו עומד על כ- 6,783 אלפי דולרים.
85. התאמה נוספת שבוצעה בהערכת שווי BDO היא הפחתה בגין **העדר סחירות**. ניכיון בגין אי סחירות נובע מכך שנכסים לא סחירים צפויים מגלמים סיכון גבוה יותר לבעליהם שכן הם לא מאפשרים להם לפזר סיכון באופן נאות וכן למצוא את הרוכש הפוטנציאלי שיהיה מוכן לשלם את המחיר הגבוה ביותר עבורם.
86. בהערכת שווי BDO נבחר ניכיון אי-סחירות של כ-20% וזאת, כנטען, כיוון שהחברה איננה נסחרת בבורסה מזה שלוש שנים ולכן נכסיה ומניותיה אינם נזילים. ניכיון אי סחירות בחוות הדעת עומד על כ- 4,068 אלפי דולרים המחושב באופן הבא:  $20\% * (27,121 - 6,783) = 4,068$ .
87. לאחר התאמות אלו שווי ההון העצמי של החברה עמד על כ- **16,270** מיליון דולר. שווי זה מגלם ערך של \$1.14 למניה המתורגם לערך של 4.45 ש"ח למניה נכון ליום 31.12.2015.

### 6.1 כשלים שנפלו ביישום גישת ה-NAV והשפעתם על שווי החברה

88. בתת פרק זה אסקור ואפרט כל אחד מהכשלים במתודולוגיית NAV אשר היא השיטה המקובלת ביותר להערכת שווי של חברת נדל"ן ובהמשך אראה את השפעת תיקון כשלים אלו על שווי המניה.

#### 6.1.1 הפחתת תביעות הניהול שלא לצורך

89. חברת מדיפאואר הינה חברת נדל"ן מניב אשר כל נכסיה כתובים בספרי החברה בשווי מכירה הוגן שהוערך על ידי שמאי מוסמך מטעם החברה. כך כתבה החברה בדוחותיה הכספיים:
- כאמור בביאור י2', הנדל"ן להשקעה של הקבוצה מוצג לפי שווי ההוגן, כאשר שינויים בשווי ההוגן נוקפים לרווח והפסד כהכנסות או כהוצאות.*
- לצורך קביעת השווי ההוגן של נדל"ן להשקעה מתבססת הנהלת החברה, בעיקר, על הערכות שווי המבוצעות אחת לשנה על ידי שמאי מקרקעין חיצוניים בלתי תלויים בעלי ידע, ניסיון ומומחיות נדרשים. הנהלת החברה נוהגת לקבוע את השווי ההוגן לפי שיטות הערכה מקובלות לנכסי נדל"ן, בעיקר היוון תזרימי מזומנים והשוואה של מחירי מכירה של נכסים דומים ונכסי הקבוצה בסביבה הקרובה. כאשר נעשה שימוש*

בשיטת היוון תזרימי המזומנים, לשיעור הריבית המנכה את תזרימי המזומנים נטו הצפויים מהנכס נודעת השפעה משמעותית על שווי ההוגן. הערכות השווי מבוצעות אחת לשנה או בהתאם לקריטריונים שנקבעו מראש ע"י הנהלת החברה, ובכלל זה אירועים מאקרו-כלכליים או אירועים ספציפיים, אשר מצביעים על שינוי מהותי בשווי של הנכס. השווי ההוגן הוערך באמצעות שילוב של גישות שונות לגיתוח שווי נדל"ן להשקעה. במסגרת זו נלקחו בחשבון לצורך ההערכות, עסקאות נדל"ן אחרות המתייחסות לנכסים דומים. כמו כן, בוצע שימוש בשיטת היוון תזרימי המזומנים, הצפויים להתקבל בגין דמי שכירות מהנכסים המוערכים ובניכוי הוצאות מיוחסות, במידה ורלוונטי (DCF). שיעור הריבית להיוון משקף את הסיכון הספציפי הגלום במיקום/בסוג של הנדל"ן להשקעה. בקביעת השווי ההוגן נלקחים בחשבון, בין היתר וככל שרלוונטי, מיקום הנכס ומצבו הפיזי, איכות השוכרים ואיתנותם, תקופות השכירות, מחירי שכירות לנכסים דומים, התאמות נדרשות למחירי השכירות הקיימים, מידת האכלוס בפועל והחזויה של הנכס ועלויות תפעולו. שינוי בערכו של מי ממרכיבים אלו, או בכלם, יכול להשפיע באופן משמעותי על שווי ההוגן של הנכס כפי שאומדת אותו הנהלת החברה.<sup>18</sup>

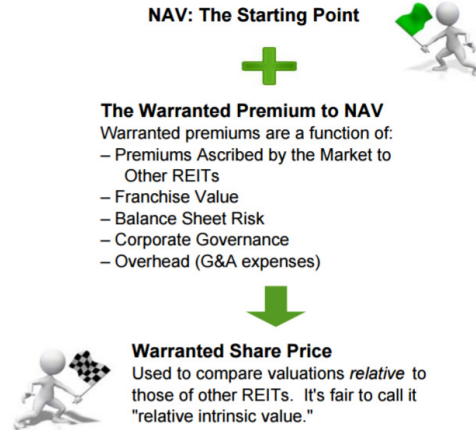
90. כלומר, כבר בדוחותיה הכספיים החברה מצביעה על כך ששווי נכסיה הינו "שווי הוגן" (וזאת בהתאם לתקינה החשבונאית הבינלאומית – לרבות תקן חשבונאות IAS 40).
91. לכן, תמוהה בפני העובדה שמשווי הוגן זה הופחתו עלויות הניהול בהערכת שווי BDO. זאת בפרט עקב כך שהחברה מציינת שהיא כבר מפחיתה את עלויות תפעול הנכסים בעת חישוב שוויים ההוגן.
92. אין חולק אני על העובדה ששכר חברי ההנהלה בחברה איננו נלקח בחשבון כחלק מהוצאות הנכסים, אך יחד עם זאת, יש לזכור שכנגד עלות שכר זו יש להעריך את התרומה לשווי שיוצרת שדרת הניהול בפיתוח תהליכים אסטרטגים ויזום פרויקטים, בפרט בחברות נדל"ן.
93. במילים אחרות, כאשר פעילות ההנהלה איננה מייצרת שווי/ערך נוסף לחברה מעבר לעלותה, אין הצדקה לאחזקת שדרת הניהול והפעולה הטובה ביותר עבור מהמשקיעים לצמצם את פעילות הפיתוח העסקי והיזום שלה. הערך מפעילות זו אינה חלק מהנכסים המוחשיים של החברה ולכן שימוש בשווי הנכסים הקיימים בלבד מהווה הערכת חסר לשווי החברה.
94. הנחה מקובלת וסבירה יותר היא שהתרומה נטו (NPV) של שדרת ההנהלה היא לפחות 0, ובמקרה כזה, אין צורך להפחית ולהוסיף לשווי החברה. באופן גראפי, הציגה נקודה זו חברת הייעוץ האמריקאית המתמחה בהערכות שווי לנדל"ן "Green Street Advisors":<sup>19</sup>

<sup>18</sup> ראו עמוד 22 לדוחות הכספיים המבוקרים של החברה. ההדגשה אינה במקור.

<sup>19</sup> ראו קישור לדוח הדן במודל ה-NAV לחברות נדל"ן מסוג REIT:

<http://www.greenstreetadvisors.com/pdf/GreenStreetPricingModelReport.pdf>

**There is More to it Than Just NAV**  
Compartmentalized Analysis Looks at Relevant Factors



95. כלומר, יש להוסיף לשווי הנכסי הנקי ה"התחלתי" את הפרמיות בניכוי הנכיונות מעל הנכסים המוחשיים של החברה. אפקטיבית יש להוסיף את ערך הנכסים הבלתי מוחשיים של החברה לצד הנכסים ואחד מנכסים אלו הינם "כח-אדם מיומן".

**6.1.2 חישוב שגוי של תביעות ניהול החברה**

96. כפי שאראה, מעבר לשאלה העקרונית האם יש להפחית את שווי תביעות הניהול מערך החברה, נפלו טעויות נוספות בהערכת שווי BDO הקשורות לתביעות ניהול החברה.
97. בהערכת שווי BDO הופחתו עלויות ההנהלה וכלליות בגובה של 1,706 אלפי דולר. נתון זה נלקח מדוחותיה הכספיים של החברה נכון ליום 31.12.2015 (עמ' 5 לדוחות הכספיים). בהמשך נלקחה ההנחה ששכום זה יחזור על עצמו במשך חמש שנים נוספות.<sup>20</sup>
98. הכשל שנפל במקרה זה נובע מכך שהיה צריך להתאים הוצאה זו ולנכות ממנה סכומים שאינם צפויים לחזור על עצמם. סכומים אלו נקראים גם "עלויות חד פעמיות".
99. מקריאה של דוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2015, ביאור 20, ניתן לקבל את פירוט ההוצאות הכלולות בסעיף "הנהלה וכלליות". שם מופיעה הטבלה הבאה:

הוצאות הנהלה וכלליות			
לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר			הרכב:
2013	2014	2015	
אלפי דולר	אלפי דולר	אלפי דולר	
658	413	549	הוצאות דמי ניהול (ראה ביאור 18)
1,157	1,163	739	שירותים מקצועיים
160	179	200	הפרשה לירידת ערך חובות לקוחות
78	-	47	עלויות רכישה של נכסי נדל"ן להשקעה
270	250	171	אחרות
2,323	2,005	1,706	

<sup>20</sup> הערכת שווי BDO עמוד 12.



100. מניתוח ביאור זה ניתן להסיק כי:

100.1. סכום של כ- 200 אלף דולר הופחתו בגין הפרשה לירידת ערך חובות לקוחות. סכום זה נובע מהפעילות השוטפת של החברה ולכן אין כל סיבה להניח שעלות זו תמשיך לקרות כאשר מממשים את נכסי החברה כפי שמניחים בגישת NAV.

100.2. סכום של כ- 47 אלף דולר משקפים עלויות רכישה שהחברה בצעה בשנת 2015. שוב, במודל NAV שבו אין הנחה של פעילות ממשיכה (שכן לא כללו את הערך הייזומי והחיובי מההנהלה והכלליות), הוצאות אלו אינן צפויות להימשך במידה וחברת מדיפאואר איננה מגדילה את נכסיה ולכן אין מקום להפחית עלויות אלו.

100.3. סכום של כ- 171 אלף דולר, מסווגים כעלויות "אחרות" מטעמים חשבונאיים. עלויות אלו אינן חלק מעלויות הניהול ואין להפחיתן.

101. עוד עולה בעמ' 25 בדו"ח תיאור עסקי התאגיד (שורה שנייה לפני הסוף בטבלה המפרטת את ה- FFO של החברה) כי הוצאה של 150 אלף דולר בשנת 2015 הינה "הוצאות הנהלה וכלליות הקשורות באירועים חד פעמיים" ושהיא משויכת למענק חד פעמי שקיבל מנכ"ל החברה מר רן שטרן (ראו גם תקנה 21 לדו"ח התקופתי). אין לכלול עלות זו בתחזית העתידית שכן הוצאה זו הינה בהגדרתה חד-פעמית ולא צפויה לחזור בשנים הקרובות.

102. כלומר בסיכום ביניים, התזרים השנתי בגין תביעות הניהול צריך לעמוד על כ- 1,139 אלפי דולר<sup>21</sup> ולא 1,706 כפי שמופיע בהערכת שווי BDO.

103. בנוסף לשלל הליקויים המפורטים לעיל נפלה, עם כל הכבוד, טעות מהותית נוספת בחישוב תביעות הניהול. טעות זו נובעת מכך שבהערכת שווי BDO הפחיתו את עלויות הניהול השנתיות לפני מס ולא לאחר מס. כלומר, הלכה למעשה קיימת הפחתה גבוהה מדי של ערך מהחברה. מדובר בטעות חמורה אשר תיקונה מוסיף ערך משמעותי לחברה.

104. להלן טבלה המפרטת את החישוב שהיה צריך להופיע בהערכת שווי BDO. יודגש שוב שאני חולק על השימוש בטבלה זו שכן להערכתי אין להתעלם מהערך שמייצרת שדרת הניהול בחברה.

2020	2019	2018	2017	2016	
1,139	1,139	1,139	1,139	1,139	תביעות ניהול
-285	-285	-285	-285	-285	הוצאות מס (25%)
854	854	854	854	854	תביעות ניהול נטו
4.5	3.5	2.5	1.5	0.5	תקופות להיוון
556.31	611.94	673.14	740.45	814.50	ערך נוכחי (r=10%)
				3,396	סה"כ תזרים מהוון

<sup>21</sup> לפי החישוב הבא: 1,139 = 170 - 47 - 200 - 150 - 1,706

### 6.1.3 הפחתה שגויה של ניכיון אי-סחירות

105. כמוסבר, בהערכת שווי BDO מתבצעת הפחתה של שווי החברה בשיעור של 20% בגין ניכיון אי-סחירות; ערך ניכיון זה עומד על כ- 4,068 אלפי דולר.
106. הטענה להפחתת השווי בגין אי הסחירות מתבצעת באופן שאינו עיקבי בין המודלים השונים בהערכת שווי BDO ולהערכתי מכילה מספר כשלים. להלן אפרט על נקודה זו:
- 106.1. בהערכת השווי בגישת ה-NAV מתבצעת הפחתה בגין אי סחירות אך בהשוואה בגישת המכפילים, ובפרט מכפיל ה-FFO לא מתבצעת הפחתה זו. מדובר להערכתי בחוסר עקביות בטיפול בשווי החברה.
- 106.2. השוואה לחברות הנסחרות בשוק – ניכיון בשל אי סחירות מבוצע לרוב כאשר מעריכים את שווי של חברה שאיננה נזילה ו/או נסחרת על בסיס שווי השוק של חברות מאותה התעשייה אשר נסחרות. הערכה זו דורשת לבצע התאמה של ניכיון אי סחירות מפני שזילות החברה שווה כסף למשקיעים אך כאמור, זה לא המקרה במודל ה-NAV, שכן שווי החברה הוערך על בסיס נכסיה בלבד ללא השוואה לחברות אחרות בתעשייה.
- 106.3. כאשר בוחנים את נכסי החברה במאזנה, שעל בסיסם הוערך שווי החברה במתודת NAV, עולה ש-87.97% מנכסי החברה הינם נכסי נדל"ן מניב אשר הוערכו על ידי שמאים בלתי תלויים, נוסף לנכסים אלו עוד כ- 2,789 אלפי דולרים במזומן שמדווחים במאזן החברה ליום 31.12.2015. לאור נתונים אלה ניתן להסיק שלפחות 90.78% מנכסי החברה נזילים הניתנים למימוש בטווח הקצר/בינוני ולכן אינני מוצא סיבה להפחית את שווי החברה על בסיס טענת אי סחירות.
- 106.4. כשל מתודולוגי הקשור לנושא זה (וכן קשור גם לנושא הערך החיובי משדרת הניהול) נובע מהנחה הסמויה הגלומה בהפחתת שווי החברה ביחס לדוחות השמאיות. אילו היה נכון להפחית שווי לחברה בגין אי סחירות, ניתן להסיק שכדאי לחברה, בהנחה שהיא מעוניינת למקסם את הערך לבעלי מניותיה, למכור את הנכסים ולחלק את הכסף לבעלי מניותיה. וזאת בהשוואה למצב בו היא מחזיקה את הנכסים ובמקביל "משמידה ערך" לבעלי מניותיה, כמונח בהערכת שווי BDO. גישה אחרת ומקבילה לטענה זו היא שכדאי לחברה להתמזג עם חברה גדולה יותר. אילו לחברה הגדולה יותר אין "ניכיון אי סחירות" אזי יש טווח גדול בו המחיר אותו היא תהיה מוכנה לשלם הינו גבוה מהערך לבעלי מניות מדיפאואר, עסקה זו תהיה רווחית לכולם ותגלם ניכיון נמוך יותר, ואף אפסי במקרה של תחרות על נכסי חברת מדיפאואר.

**6.1.4 משמעות תיקון הכשלים שנפלו בפרק זה על שווי החברה**

107. להלן טבלה המפרטת את מכלול התיקונים ומפרטת את המשמעות הכלכלית של הטעויות בהנחה שהתחייבויות החברה הינם בשווי הוגן, כפי שהונח בהערכת שווי BDO:

תיקון תביעות ניהול, תוספת ערך הנהלה וניכיון אי הסחירות	חוות דעת BDO	
27,121.00	27,121.00	<b>הון עצמי</b>
-	-6,782.73	<b>תביעות ניהול</b>
-	-	<b>בתוספת הערך מהנה"כ</b>
-	-	<b>בניכוי תוספת ערך לחוב החברה</b>
27,121.00	20,338.27	<b>סה"כ שווי לפני נכיון אי סחירות</b>
-	-4,067.65	<b>ניכיון אי סחירות (20%)</b>
27,121.00	16,270.61	<b>סה"כ שווי לאחר נכיון אי סחירות</b>
14,266	14,266	<b>מספר מניות (אלפים)</b>
1.90	1.14	<b>מחיר מניה (\$)</b>
<b>7.41</b>	<b>4.45</b>	<b>מחיר מניה (₪) - שער חליפין 3.9</b>

108. לסיכום, תיקון כלל הכשלים שנפלו בגישת ה-NAV מצביעים על מחיר הוגן למניה בגובה של 7.41 ש"ח למניה ולא של כ-4.45 ש"ח למניה כפי שעולה מהערכת שווי BDO.

**7 שיטת המכפיל (FFO) Funds From Operations**

109. שיטת מכפיל FFO הינה שיטה מקורבת המבוססת על הגישה ההשוואתית ובפרט גישת המכפילים.

110. רווח FFO מצוין בפרק "תיאור עסקי התאגיד" המצורף לדוחותיה הכספיים של החברה והוא מבטא את התזרים של החברה מהפעילות התפעולית שלה בלבד. בחישוב ה-FFO מתעלמים מהפחתות חשבונאיות שאינן תזרימיות וכן מהכנסות ו/או הוצאות שאינן חלק מהפעילות השוטפת של החברה, גם מימוש נכסים ו/או עליה בשווי השוק שלהם לא נכללים בחישוב ה-FFO.

111. לצורך חישוב שווי החברה בשיטה זו, נעשה שימוש ביחס הממוצע בין שווי החברות במדגם חברות ה-REIT וה-FFO שלהן כאשר הכפילו יחס זה ב-FFO של מדיפאואר. בפרט, בהערכת השווי שביצעה חברת BDO לחברת מדיפאואר השתמשו במכפיל שערכו נע בין 17-18 ומשקף את היחס הממוצע בין שווי החברה לרווח ה-FFO של חברות נדל"ן אמריקאיות.<sup>22</sup>

112. על פי דוחות החברה, רווח ה-FFO של חברת מדיפאואר לתאריך 31/12/2015 הינו 877 אלפי דולר ומכאן שווייה של החברה הוערך על ידי חברת BDO ב-15,348 אלפי דולר המשקף מחיר מניה של 4.2 ש"ח.

**7.1 הכשלים שנפלו ביישום שיטת מכפיל FFO והשפעת תיקונים**

<sup>22</sup> US Real Estate Indicator Reports – February 2016

113. פרק זה מתייחס לכשלים שנפלו בהערכת השווי של חברת BDO בשיטת "מכפיל FFO". כפי שציינתי לעיל (פרק 3.2), שיטה זו אינה שיטה נכונה ומבוססת לביצוע הערכת שווי של חברות נדל"ן בשל ההבדלים בין נכסי החברות השונות. כמו כל שיטה להערכת שווי השוואתית, גישה זו היא מקורבת ומניחה המון הנחות.
114. בסעיף 7.6.2 לדוח "תיאור עסקי התאגיד" שצורף לדוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2015 (עמוד 25) מוצגת טבלת חישוב רווח ה-FFO לשנת 2015. מטבלה זו נלקח ה-FFO בסך 877 אלפי דולר בהערכת שווי BDO.
115. להלן הטבלה:

7.6.2. התאמה לרווחי FFO  
להלן נתונים בדבר FFO (Funds From Operations)<sup>8</sup>, לשנים 2013 עד 2015:

FFO לשנה שנכתימה ביום 31 בדצמבר			
	2013	2014	2015
	באלפי דולר מאוחד (בלתי-מבוקר)		
רווח (הפסד) המיוחס לבעלי מניות החברה לתקופה	4,573	(1,203)	(1,271)
<b>התאמות:</b>			
עליה בהתאמת שווי הוגן של נדל"ן להשקעה	(5,292)	(678)	(2,370)
רווח הון ממימוש נכסים והשקעות	(869)	-	-
עלויות מימוש נכסים	1,089	-	539
הפסד מירידת ערך (ביטול ירידת ערך) מקרקעין	(590)	(661)	35
התאמות בגין חברות כלולות(*)	1,840	341	(13)
גידול בהתחייבות למיסים נדחים ומיסים בגין נכסים שנמכרו	1,376	364	1,884
הפרשי מדד בגין אגרות חוב	7	-	-
רווח מהסדר חוב עם הבנק, בקיזוז הוצאות מימון	(2,785)	-	-
הוצאות מימון שנרשמו כנגד קרן הון	205	164	-
עלויות רכישה שהוכרו ברווח והפסד	78	-	-
(הכנסות) הוצאות בגין הפסדי שער, נטו	963	1,538	1,306
הוצאות הנהלה וכלליות הקשורות באירועים חד פעמיים	-	-	150
חלקן של החזיות שאינן מקנות שליטה בהתאמות לעיל	284	757	755
<b>FFO</b>	<b>879</b>	<b>622</b>	<b>877</b>

116. מאידך, גם בחלק זה של העבודה נפלו כשלים מהותיים בהערכת שווי BDO. להערכתך, ועם כל הכבוד, העובדה שכשלים אלו נפלו בהערכת שווי BDO מצביעה על כך שלא נבדקו לעומק הנתונים בהם נעשה שימוש בעת קביעת השווי. להלן אפרט:

#### 7.1.1 אי זיהוי טעות בדוחות הדירקטוריון בהקלדת הרווח הנקי

117. הטבלה המוצגת לעיל מתחילה משורת הרווח לשנה הנוכחית. לשורת רווח זו מבצעים התאמות לצורך מציאת רווח ה-FFO. בטבלה זו מצוין שרווח החברה לשנת 2015 מסתכם ב-1,271 אלפי דולר (הפסד) בעוד שבדוח רווח והפסד המבוקר של החברה צוין הפסד בסך 1,127 אלפי דולר. כלומר, אני מבין שבטבלה נפלה טעות סופר ובה הוקלד הפסד של 1,271 אלפי דולר ולא של 1,127 אלפי דולר.
118. תיקון זה צפוי להוסיף 144 אלפי דולר לרווח ה-FFO של החברה ועתיד להעלות את שוויה בכ-2.5 מיליון דולר בהנחת מכפיל FFO של 17.5 בו נעשה שימוש בהערכת שווי BDO.

#### 7.1.2 אי זיהוי טעות בדוחות הדירקטוריון בטכניקת ה-FFO

119. טעות נוספת של החברה בחישוב רווח ה-FFO עולה לביצוע פעולה פשוטה של סכימת הנתונים בטבלה המופיעה לעיל. השורה התחתונה בטבלה מעלה כי ה-FFO הינו 887 אלפי דולר בעוד שמסכימה

פשוטה של הנתונים בה עולה כי ה- FFO עבור שנת 2015, גם אם נסכים לכל הכתוב בה, לרבות טעות הסופר שפורטה לעיל, צריך לעמוד 1,015 אלפי דולר. גם טעות זו בדוחות הורידה באופן שגוי את שווי חברת מדיפאואר.

### 7.1.3 שינוי מלאכותי של המדגם להשוואה

120. תמוהה בפני העובדה שלמרות שבבסיס להשוואה של מכפיל הון, השתמשו בהערכת שווי BDO בחברות השוואה מסויימות, אך בהשוואה לפי מכפיל FFO השתמשו במחקר המפרט חברות נדל"ן מסוג REIT בארצות הברית.

121. שינוי זה בקבוצת המדגם לא מוסבר ולא מוצדק מבחינה כלכלית.

122. לשם שלמות האנליזה, ביצעתי בדיקה למכפיל ה- FFO המשתמש מחברות המדגם בו השתמשו לחישוב מכפיל ההון ומצאתי שמכפיל ה- FFO העולה ממדגם זה הינו גבוה באופן משמעותי מזה אשר עלה ממדגם חברות ה- REIT בארה"ב. להלן ממצאי הבדיקה:

מכפיל FFO	שווי שוק ליום 31.12.2015	FFO כפי שהופיע בדוח הכספי לשנת 2015	חברה
18.90	345,012	18,255	אספן גרופ
	לא רלוונטי	חסר	סקיילין
41.99	234,540	5586	אלקטרה נדל"ן
41.06	157,148	3,827	אופטיבייס
11.25	171,523	15,249	רבד
	לא רלוונטי	חסר	מישורים
22.64	94,689	4,183	אביב ארלון
<b>27.17</b>			<b>ממוצע</b>

123. כלומר, אם היה נעשה שימוש בקבוצת המדגם של מכפיל ההון, היה מתקבל מכפיל FFO ממוצע בגובה של 27.17. מכפיל זה גבוה מהמכפיל בו נעשה שימוש בהערכת השווי של BDO (17.5) בשיעור העולה על 55%.

**7.1.4 תוצאות תיקון הכשלים ביישום מכפיל FFO**

124. בכדי לחשב את שווי המניה באמצעות מכפיל ה- FFO, יש לחשב בתחילה את ה- FFO הנכון של חברת מדיפאואר. להלן טבלה המפרטת את החישוב המקורי והשגוי וכן את החישוב המתוקן ל- FFO של החברה לשנת 2015:

2015 מתוקן	מתוך סעיף 7.6.2. בדוח תיאור עסקי התאגיד לשנת 2015	הנתונים באלפי \$
-1,127	-1,271	רווח (הפסד) המיוחס לבעלי מניות החברה לתקופה התאמות:
-2,370	-2,370	עליה בהתאמת שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
-	-	רווח הון ממימוש נכסים והשקעות
539	539	עלויות מימוש נכסים
35	35	הפסד מירידת ערך (ביטול ירידת ערך) מקרקעין
-13	-13	התאמות בגין חברות כלולות(*)
1,884	1,884	גידול בהתחייבות למיסים נדחים ומיסים בגין נכסים שנמכרו
-	-	הפרשי מדד בגין אגרות חוב
-	-	רווח מהסדר חוב עם הבנק, בקיזוז הוצאות מימון
-	-	הוצאות מימון שנרשמו כנגד קרן הון
-	-	עלויות רכישה שהוכרו ברווח והפסד
1,306	1,306	ה(הכנסות) הוצאות בגין הפסדי שער, נטו
150	150	הוצאות הנהלה וכלליות הקשורות באירועים חד פעמיים
755	755	חלקן של הזכויות שאינן מקנות שליטה בהתאמות לעיל
<b>1,159</b>	<b>877</b>	<b>FFO</b>

125. כלומר ה- FFO הנכון של החברה לשנת 2015 עומד על 1,159 אלפי דולר ולא על 877 אלפי דולר כפי

שרשום בטעות בדוח התקופתי, ואשר בו נעשה שימוש בהערכת השווי של BDO.

126. בשלב שני יש להשתמש ב- FFO המתוקן ובמכפיל ה- FFO הממוצע בכדי להעריך את שווי ההון העצמי של החברה.

127. להלן טבלה המפרטת את שווי המניה ביישום מכפיל ה- FFO בהנחה שמשמשים במכפיל ה- FFO של חברות הנדל"ן בחברות המדגם בו השתמשו בהערכת שווי BDO:

FFO חברות מדגם	
27.17	מכפיל ממוצע
1,159	FFO מדיפאואר (אלפי \$)
31,486	שווי שוק (אלפי \$)
14,266	מספר מניות (אלפים)
2.21	שווי למניה (\$)
<b>8.61</b>	<b>שווי למניה (ש"ח)</b>

128. למרות שאני חולק באופן משמעותי על השימוש בגישה ועל בחירת המדגם, שימוש נאות בגישת ה- FFO בהערכת שווי BDO, בהנחה שהיו מיישמים אותה באופן עקבי למכפיל ההון ובהנחה שהיו

- משתמשים במכפיל FFO של חברות ההשוואה, היה מניב שווי של כ- 8.61 ש"ח למניה. זאת בהשוואה למופיע בהערכת שווי BDO גישת מכפיל ה- FFO הציגה שווי מניה של 4.2 ש"ח.
129. למען הסר ספק, כיוון שגם גישה השוואתית זו היא יישום של גישת המכפיל, אני חולק על התוצאות המופיעות בגישה זו. אך בחרתי בכל זאת להראות את התוצאה ביישום נכון של הגישה בבואנו להעריך את שווייה של החברה.
130. כפי שדנתי לעיל, שיטת ה-DCF וה-NAV (המהווה "אגרגציה" של ערכי DCF שבוצעו לנכסי החברה) היא השיטה המובילה והנכונה לביצוע הערכה שווי מסוג שכזה.

## סיכום

131. בחוות דעת זו נתבקשתי לדון בשווייה ההוגן של מניית חברת מדיפאואר נכון למועד פרסום הצעת המדף, אפריל 2016. פרקטית, באופן עקבי לנעשה בהערכת שווי BDO, חישוב שווייה של החברה נאמד ליום 31.12.2015.
132. הערכת שווי BDO השתמשה בשלוש שיטות לחישוב שווי החברה:
- 132.1. **שיטת מכפיל הון רוב** – בהערכת שווי BDO, נעשה שימוש מדגם של 8 חברות ישראליות וחושב מכפיל ההון רוב הממוצע, שווי המניה המוערך של חברת מדיפאואר בשיטה זו הינו 4.75 ש"ח.
- 132.2. **שיטת NAV** – בשיטה זו עורכים התאמות להון העצמי של החברה בספרים, בהערכת שווי BDO כחלק מההתאמות הופחת שווי בעקבות תביעות ניהול ואי סחירות, שווי המניה שהוערך בהערכת שווי BDO בשיטה זו עמד על כ- 4.45 ש"ח.
- 132.3. **שיטת מכפיל FFO** – בהערכת שווי BDO נעשה שימוש במכפיל ממוצע של חברות REIT בארצות הברית, שווי המניה שהוערך בשיטה זו הוא 4.2 ש"ח.
133. בחוות דעתי עמדתי על הכשלים שנפלו בהערכת שווי BDO בכל אחת מהשיטות.
- 133.1. בגישה מכפיל ההון, הכשלים המהותיים שנפלו בהערכת שווי BDO הם שימוש במדגם לא מייצג וחישוב ממוצע על פני דגימת 4 נקודות זמן שונות. תיקון הכשלים שנפלו בהערכת שווי BDO מעלה את שווי מניה הנע בין 13.6-13.92 ש"ח.
- 133.2. בגישת ה-NAV, הכשלים המהותיים שנפלו הם שימוש בניכיון אי-סחירות והפחתה שגויה של תביעות ניהוליות. תיקון כשלים אלו משנה את שווי מניית החברה ל-7.41 ש"ח. **להערכת שווי זה מייצג בצורה הטובה ביותר את ערך מניית החברה נכון לתאריך החתך.**
- 133.3. בגישת מכפיל ה-FFO, הכשלים שנפלו הם כשלים טכניים בדוחות החברה ושימוש במכפיל שונה במקום במכפיל מהמדגם המקורי שנעשה בו שימוש בהערכת שווי BDO. התיקון מביא את המניה לשווי של- 8.61 ש"ח לאחר תיקון המדגם והתיקון הטכני.
134. כאמור, ולמען הסר ספק, להערכת המקצועית השיטה הנכונה לחישוב שווי של חברת נדל"ן היא שיטת ה-NAV. בגישה זו ערך המניה המתקבל עומד על 7.41 ש"ח.

135. להלן טבלה המסכמת את שווי החברה ההוגן כפי שהערכתי בחוות דעתי.

ערך בספרים נכון ליום 31.12.2015	חוות דעת BDO נכון ליום 31.12.2015	
27,121.00	27,121.00	הון עצמי
-	-6,782.73	תביעות ניהול
-	-	בתוספת הערך מהנה"כ
-	-	בניכוי תוספת ערך לחוב החברה
27,121.00	20,338.27	סה"כ שווי לפני נכיון אי סחירות
-	-4,067.65	ניכיון אי סחירות (20%)
27,121.00	16,270.61	סה"כ שווי לאחר נכיון אי סחירות
14,266	14,266	מספר מניות (אלפים)
1.90	1.14	מחיר מניה (\$)
7.41	4.45	מחיר מניה (₪) - שער חליפין 3.9

בנסיבות אלו, להערכתי המקצועית, הנפקת הבזק שנעשתה בהסתמך על הערכת שווי BDO, איננה סבירה והיא קיפחה בצורה קשה את התובעים ובעלי המניות האחרים, דיללה את יחס החזקותיהם וכן את שווי המניות שברשותם. זאת בפרט לאור ההיקף המהותי והמשמעותי של הגיוס והמחיר הנמוך בו בוצעה ההנפקה ביחס למחיר ההוגן שנאמד בחוות דעתי.

וזאת חוות דעתי