

חוות דעת כלכלית

אמידת הנזק הכלכלי שנגרם
לבעלי מניות יעקובי קבוצה



דצמבר 2020

050-9934569	+972 50-993-4569
Gilad@MacroFC.com	Gilad@MacroFC.com
בסר 4, מצדה 7 בני ברק	BSR 4 Metsada St 7, Bnei Brak

חוות דעת מומחה

שם המומחה : גילעד מנו

מקום עבודתו : גילעד מנו השקעות בע"מ
ח.פ. 515618403
מצדה 7, בני ברק, קומה 25

אני החתום מטה, גילעד מנו, נתבקשתי על ידי משרד עורכי דין איידן תירוש ושות', ב"כ המבקשת, להגיש חוות דעת זו במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד המשיבה **קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ** (להלן: "**המשיבה**" או "**יעקובי קבוצה**" או "**יעקובי**" או "**החברה**") בעניין הנזק שנגרם לבעלי מניות "יעקובי קבוצה" במסגרת אירועים של הטעיה ואי דיווח (להלן: "**האירוע**" או "**האירועים**").

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

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

להלן חוות דעתי.



חתימה

15.12.2020

תאריך

תוכן העניינים

1. כללי
2. תמצית חוות הדעת
3. תמצית האירועים
4. על החברה
5. מתודולוגיה בחוות הדעת
6. חקר אירוע באמצעות מודל השוק Event study – market model
7. ניתוח ביצועי המניה סביב האירועים ביחס למודל
8. הערכת הנזק לחברי הקבוצה המיוצגת
9. מקורות מידע

1. כללי

נתבקשתי לבחון ולאמוד את הנזק שנגרם לבעלי מניות יעקובי שרכשו את מניות החברה במסגרת ההנפקה ו/או במסגרת המסחר בבורסה ומחוץ לבורסה עד יום 30.8.2018 (כולל), וזאת בגין הנזק אשר נגרם להם בעקבות אירועים של פרסום מידע שגוי ומטעה לכאורה בתשקיף ובדוחות הכספיים של החברה.

2. תמצית חוות הדעת

אמידת הנזק בעבודה זו בוצעה ע"י ידי שימוש במודל Event Study המנטרל אירועים אקסוגניים לחברה.
על פי ממצאנו הנזק שנגרם לבעלי מניות החברה בגין האירוע הראשון הינו נזק המוערך בכ 30% משווי החזקות הקבוצה המיוצגת במניות החברה בתאריך 28.3.2018. להערכתנו בעקבות אירוע זה ניזוקה הקבוצה המיוצגת בכ- 27 מיליון ₪.
עוד העלו ממצאנו כי הנזק שנגרם לבעלי מניות החברה בגין האירוע השני הינו נזק המוערך בכ 32% משווי החזקות הקבוצה המיוצגת במניות החברה בתאריך 30.8.2018. להערכתנו, בעקבות אירוע זה ניזוקה הקבוצה המיוצגת בכ 15 מיליון ₪ נוספים.
הנזק הכולל שנגרם לבעלי המניות של החברה, חברי הקבוצות המיוצגות, בגין שני האירועים נאמד בכ- 42 מיליון ₪.

3. תמצית האירועים

חוות הדעת עוסקת בבחינת הנזק הכלכלי שנגרם לבעלי מניות יעקובי קבוצה בעקבות המידע המטעה שפרסמה החברה במסגרת תשקיף ההנפקה שלה ובמסגרת הדוחות הכספיים בנוגע לפרויקט תמנע (וראו להלן).

ביום 29.11.2017 פרסמה החברה תשקיף הנפקה ראשונה לציבור ותשקיף מדף, במסגרתם הוצעו לציבור ניירות ערך של החברה – מניות רגילות ואגרות חוב. התשקיף כלל בין היתר מידע ביחס לפרויקט הדגל של החברה – פרויקט תמנע (להלן: "פרויקט תמנע" או "הפרויקט") אשר סווג בתשקיף כ"פרויקט מהותי מאוד", לגביו ניתנו אומדנים בקשר עם ההכנסות והרווחיות. מבקשת האישור עולה, כי האומדנים שהוצגו בתשקיף היו שגויים ומטעים, והחברה הציגה מצג שווא לציבור ביחס לרווחיות הפרויקט, תוך הסתרת העובדה שהוא היה צפוי להסתיים בהפסד כבד. עוד עולה מבקשת האישור כי אומדנים אלו פורסמו לציבור ללא כל בדיקה של סבירותם וללא ביצוע כל בקרה תקציבית אפקטיבית כנדרש. זאת, אף על פי שעוד טרם פרסום התשקיף כבר חלו שינויים מהותיים באומדנים ששימשו את החברה ביחס לפרויקט ואשר הובילו לשינוי מהותי בשיעור הרווחיות הגולמית הצפויה בפרויקט.

על בסיס המידע המטעה והחסר, רכשו משקיעים מוסדיים ופרטיים כאחד כ- 25% מהון מניות החברה ביום ההנפקה (כ- 33.2 מיליון מניות), ועל בסיסו סחרו במניה החל מיום ההנפקה ועד ליום 28.3.2018 (להלן: "האירוע הראשון" או "התקופה הראשונה").

ביום 28.3.2018, פרסמה החברה (לפני פתיחת יום המסחר בבורסה) את הדוח התקופתי והשנתי לשנת 2017 (להלן: "הדיווח הראשון"). בדוח חשפה החברה, בין היתר, כי חלה ירידה מהותית בשיעור הרווחיות הגולמית הצפויה בפרויקט תמנע.

להלן טבלה המציגה תשואות מצטברות של מניית יעקובי ומדדי יחוס בימים שלאחר הדיווח הראשון בנוגע לפרויקט תמנע:

ימים מהדיווח הראשון	יעקובי	מדד ת"א 125	מדד יתר
2	-16.6%	-0.9%	-0.02%
10	-23.5%	-1.0%	-0.14%
15	-27.6%	2.2%	0.80%
20	-30.2%	1.1%	-1.50%

מבקשת האישור עולה בנוסף, כי תמונה עגומה זו שהוצגה לציבור ביום 28.3.2020, הייתה אף היא שגויה ומטעה ורק בגדר "קצה הקרחון". החברה עדיין הסתירה מהציבור את העובדה, שהייתה ידועה לה היטב, כי האומדנים שהתקבלו לאחר ביצוע בקרה תקציבית הצביעו על כך שצפוי הפסד מהותי לחברה כתוצאה מהפרויקט.

על בסיס מידע מטעה וחסר זה, המשיכו בעלי המניות השונים לסחור במניה מיום 28.3.2018 ועד ליום 30.8.2018 (להלן: "האירוע השני" או "התקופה השנייה").

ביום 30.8.2018, פרסמה החברה (לאחר נעילת יום המסחר בבורסה) את הדוח לרבעון השני לשנת 2018 (להלן: "הדיווח השני"), בו דיווחה החברה כי ברבעון השני של שנת 2018 נרשם הפסד מהותי בסך של כ- 23 מיליון ₪ בגין פרויקט תמנע.

להלן טבלה המציגה תשואות מצטברות של מניית יעקובי ומדדי יחוס בימים שלאחר הדיווח השני בנוגע לפרויקט תמנע:

ימים מהדיווח השני	יעקובי	מדד ת"א 125	מדד יתר
2	-18.7%	0.3%	0.26%
10	-27.6%	0.8%	2.16%
15	-28.5%	0.4%	3.57%
20	-30.8%	-2.8%	1.86%

4. על החברה

קבוצת יעקובי בע"מ הינה חברה הפועלת בתחומי הקמה וביצוע פרויקטים, אחזקה ותפעול של מערכות ומבנים, בתחום הסביבה הירוקה וכן בפעילויות נוספות, בחברה התאגדה בישראל ביום 29 ביולי 2007, כחברה פרטית בערבונו מוגבל. ביום 29 לנובמבר 2017 פרסמה החברה תשקיף הנפקה וביום 5 בדצמבר 2017 נרשמו ניירות הערך של החברה לראשונה למסחר והחברה הפכה לחברה ציבורית.

נציין כי מאז הנפקתה מחזורי המסחר בחברה היו נמוכים יחסית. בחודש טרום האירוע הראשון הסתכם מחזור המסחר היומי הממוצע בחברה ב כ 67.5 א' ש בלבד, ובחודש טרום האירוע השני הסתכם מחזור המסחר ב 18.9 א' ש בלבד.

5. מתודולוגיה בחוות הדעת

5.1. בחוות דעת זו אנו בוחנים את השפעת האירוע ואת הנזק שנגרם למשקיעי מניית יעקובי קבוצה בעקבותיו וזאת באמצעות אמידת ירידת המנייה לאחר שני הדיווחים בתאריך 28.3.2018 וב 30.8.2018. לצורך האמור אנו משתמשים במתודולוגיה לנטרול השפעת שינויים אקסוגניים לחברה (השפעת השוק).
 בחרנו להשתמש במודל Event Study של מקינלי¹ אשר מקובל בספרות המקצועית לחקר השפעת אירועים.
 המודל מתחלק לשלושה חלקים:

1. תקופת האמידה (estimation window) (להלן: "תקופת האמידה")² זוהי תקופה טרום האירוע שבה מבצעים הערכה של ההשפעה ה"רגילה" של השוק על ניירות הערך של החברה.
2. חלון האירוע: בחלון האירוע בודקים את הפער בין התשואה הצפויה על פי המודל לעומת השינויים בפועל. והאם השינויים בעקבות האירוע שונים באופן מובהק מהשינויים הצפויים על ידי המודל.
3. חלון "פוסט אירוע": בחינת ההשפעה המצטברת של האירוע לאחר האירוע עצמו.

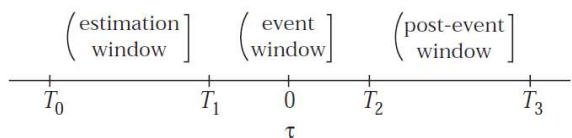


Figure 1. Time line for an event study.

Event studies in economics and finance – A.craig MacKinly Journal of economic literature¹

על מנת למצוא את עוצמת ההשפעה של האירוע על החברה או בוחנים בכל יום ויום את הפער בין המודל לבין הביצועים בפועל של המניה:

$$\widehat{AR}_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau}$$

לאחר מכן או סוכמים את הפערים הנ"ל לאורך הימים ובודקים האם הם שונים באופן מובהק מהמודל.

חישוב הפער המצטבר מהמודל:

$$C\widehat{AR}_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{\tau=\tau_1}^{\tau_2} \widehat{AR}_{i\tau}$$

באמצעות מבחן t המתחשב במספר הימים ובסטיית התקן היומית או בודקים את רמת מובהקות הסטייה מהמודל. מבחן t הינו בדיקה סטטיסטית הבודקת עד כמה התוצאה שקיבלנו, הסטייה מהמודל הנאמד, שונה באופן מהותי ומובהק מאפס, כלומר שהתוצאה אינה מקרית. מבחן זה מתחשב בגובה התוצאה (גודל הסטייה המצטברת), בסטיית התקן, ובמספר הימים. רמת המובהקות המתקבלת מהמבחן היא למעשה ההסתברות לכך שהתוצאה שקיבלנו אינה תוצאה מקרית.

מודל האמידה: מודל האמידה בו השתמשנו הינו מודל השוק (OLS), במודל זה או אומדים את שיעורי השינוי של המניה ביחס לשיעורי השינוי של מדד הייחוס שנבחר. אמידה זו מתבצעת לפני קרות האירוע, אך סמוכה דיה על מנת להימנע משינויים במבנה החברה.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

6. חקר אירוע באמצעות מודל השוק Event study – market model

- 6.1 מדד הייחוס: במטרה להגיע למדד הייחוס המתאים ביותר לאמידה נבדקו מספר מדדים אשר בעלי פוטנציאל להסביר את ביצועי מניית יעקובי קבוצה, ביניהם מדד ת"א 125, מדד ת"א 35 ומדד מניות היתר. מדד הייחוס שנבחר הינו "מדד ת"א יתר" שהוא המדד המסביר בצורה הטובה ביותר את התנהגות מניית יעקובי קבוצה מבין כל המדדים והסחורות שנבדקו.
- 6.2 תקופת האמידה: בחרנו להשתמש בתקופת אמידה של יום ההנפקה עד יום הדיווח הראשון, דהיינו עד 27.3.2018 (כולל), ותיקפנו את ממצאי האמידה לתקופות זמן שונות טרום הדיווח הראשון.
- 6.3 חלון האירוע: השפעות של אירועים מהותיים בדר"כ מתפרסות על מספר ימים ואף על מספר שבועות, וכבר לפני ההודעה על האירוע ישנה "זליגה" של מידע לשווקים והם מתחילים להגיב עוד לפני ההודעה הרשמית, במקרה דנן, הגדרנו את חלון האירוע כיומיים שלאחר כל אחד מהדיווחים, וכפי שנציג בהמשך העבודה לא איתרנו זליגת מידע טרום הדיווחים.
- 6.4 חלון "פוסט אירוע": במקרה הנ"ל מדובר לדעתנו בהשפעה מתמשכת שאינה מסתיימת בשני ימי מסחר בודדים. זאת, גם בשל הסחירות הנמוכה יחסית בניירות הערך של החברה, וגם בשל הממצאים המובהקים שמצאנו לאורך זמן לאחר שני הדיווחים האמורים. חלון פוסט האירוע הוגדר על ידנו, למען השמרנות כ 20 ימים בלבד (כמוצג במאמרו של מקינלי), למרות ממצאים מובהקים סטטיסטית גם בתקופות ארוכות יותר לאחר האירוע.

6.5. תוצאת המודל הנאמד

להלן טבלה המתארת את תוצאות המודל הנאמד:

מנייה	יעקובי קבוצה
מדד ייחוס	מניות יתר
תחילת אמידה	05/12/2017
סיום אמידה	27/03/2018
סטיית תקן	0.82%
מדגם	79
Alpha	0.001585163
Beta	0.672859672

7. ניתוח ביצועי המניה סביב האירועים ביחס למודל

באמצעות המודלים אותם אמדנו טרום האירוע, אנו מבצעים נטרול של השפעת השוק על מניית החברה לאחר כל אחד משני הדיווחים. הפער בין המודל הנאמד לבין ביצועי המניה בפועל הם למעשה גודל ההשפעה כתוצאה מהאירוע שהתגלה לציבור המשקיעים בדיווח אמור. אנו מוודאים באמצעות מבחן t כי ההפרשים המצטברים לאחר האירוע שונים באופן מובהק מהמודל הנאמד. בנוסף אנו מציגים את התנהגות מניית החברה מספר ימים לפני האירוע ביחס למודל. על מנת לוודא כי הסטיות האקראיות מהמודל אינן שונות מאפס באופן מובהק טרום האירוע, משמעות הדבר כי המודל ממשיך להתקיים גם סמוך מאוד לאירוע דבר המצביע גם כי לא הייתה זליגת מידע טרום הדיווח וגם מתקף את המודל הנאמד.

להלן הערכת הנזק שבוצעה עבור האירוע הראשון

על פי המודל אותו אמדנו, הפער המצטבר מהמודל גדל באופן מובהק במשך 12 ימי מסחר לאחר האירוע הראשון ולאחר מכן התייצב על כ-29%. מכאן אנו מסיקים כי הפגיעה שנוצרה בעקבות תמחור המידע שלא דווח לציבור נאמד בירידה של כ-29.4% על פי ממוצע הפער מהיום ה-12 עד היום ה-20 שלאחר הדיווח הראשון, וזאת ברמת מובהקות של 100%.



הנזק בגין האירוע הראשון

רמת מובהקות	t-stat	פער מצטבר		פער		תאריך	ימים מהאירוע
		סטיית תקן	מהמודל	מהמודל	מהמודל		
49.66%	-0.67	1.65%	-1.1%	-0.1%	22/03/2018	-4	
52.85%	-0.72	1.43%	-1.0%	-0.8%	25/03/2018	-3	
17.85%	-0.23	1.17%	-0.3%	-0.5%	26/03/2018	-2	
22.06%	0.28	0.82%	0.2%	0.2%	27/03/2018	-1	
100.00%	-10.82	0.82%	-8.9%	-8.9%	28/03/2018	1	
100.00%	-14.07	1.17%	-16.4%	-8.2%	29/03/2018	2	
100.00%	-11.82	1.43%	-16.9%	-0.6%	01/04/2018	3	
100.00%	-10.34	1.65%	-17.1%	-0.2%	02/04/2018	4	
100.00%	-9.58	1.84%	-17.7%	-0.7%	03/04/2018	5	
100.00%	-9.71	2.02%	-19.6%	-2.4%	04/04/2018	6	
100.00%	-10.21	2.18%	-22.3%	-3.3%	08/04/2018	7	
100.00%	-9.69	2.33%	-22.6%	-0.4%	09/04/2018	8	
100.00%	-9.72	2.47%	-24.0%	-1.8%	10/04/2018	9	
100.00%	-9.28	2.61%	-24.2%	-0.2%	11/04/2018	10	
100.00%	-9.91	2.73%	-27.1%	-3.8%	12/04/2018	11	
100.00%	-10.25	2.86%	-29.3%	-3.0%	15/04/2018	12	
100.00%	-9.80	2.97%	-29.1%	0.2%	16/04/2018	13	
100.00%	-9.66	3.09%	-29.8%	-0.9%	17/04/2018	14	
100.00%	-9.18	3.19%	-29.3%	0.7%	22/04/2018	15	
100.00%	-8.85	3.30%	-29.2%	0.2%	23/04/2018	16	
100.00%	-8.61	3.40%	-29.3%	-0.1%	24/04/2018	17	
100.00%	-8.24	3.50%	-28.8%	0.6%	25/04/2018	18	
100.00%	-8.28	3.59%	-29.7%	-1.3%	26/04/2018	19	
100.00%	-8.10	3.69%	-29.9%	-0.2%	29/04/2018	20	

להלן הערכת שיעור הנזק שבוצעה עבור האירוע השני

על פי המודל אותו אמדנו, הפער המצטבר מהמודל גדל באופן מובהק במשך 9 ימי מסחר לאחר האירוע השני ולאחר מכן התייצב על כ 31%. מכאן אנו מסיקים כי הפגיעה שנוצרה בעקבות תמחור המידע שלא דווח לציבור נאמד בירידה של כ 31.3% על פי ממוצע הפער מהיום התשעי ועד היום ה 20, וזאת ברמת מובהקות של 100%.



נזק בגין האירוע השני

רמת מובהקות	t-stat	סטיית תקן	פער מצטבר מהמודל	פער מהמודל	תאריך	ימים מהאירוע
75.67%	-1.18	1.65%	-1.9%	-0.9%	27/08/2018	-4
52.80%	-0.72	1.43%	-1.0%	-0.4%	28/08/2018	-3
43.50%	-0.58	1.17%	-0.7%	-0.2%	29/08/2018	-2
42.21%	-0.56	0.82%	-0.5%	-0.5%	30/08/2018	-1
100.00%	-12.81	0.82%	-10.6%	-10.6%	02/09/2018	1
100.00%	-16.43	1.17%	-19.2%	-9.6%	03/09/2018	2
100.00%	-14.66	1.43%	-20.9%	-2.2%	04/09/2018	3
100.00%	-12.88	1.65%	-21.2%	-0.4%	05/09/2018	4
100.00%	-12.75	1.84%	-23.5%	-2.9%	06/09/2018	5
100.00%	-13.17	2.02%	-26.6%	-4.0%	12/09/2018	6
100.00%	-12.25	2.18%	-26.7%	-0.2%	13/09/2018	7
100.00%	-11.78	2.33%	-27.5%	-1.0%	16/09/2018	8
100.00%	-12.54	2.47%	-31.0%	-4.9%	17/09/2018	9
100.00%	-11.43	2.61%	-29.8%	1.8%	20/09/2018	10
100.00%	-10.78	2.73%	-29.5%	0.5%	25/09/2018	11
100.00%	-9.59	2.86%	-27.4%	3.0%	26/09/2018	12
100.00%	-9.65	2.97%	-28.7%	-1.8%	27/09/2018	13
100.00%	-10.10	3.09%	-31.2%	-3.5%	02/10/2018	14
100.00%	-9.99	3.19%	-31.9%	-1.1%	03/10/2018	15
100.00%	-9.82	3.30%	-32.4%	-0.7%	04/10/2018	16
100.00%	-9.57	3.40%	-32.5%	-0.3%	07/10/2018	17
100.00%	-9.39	3.50%	-32.8%	-0.4%	08/10/2018	18
100.00%	-9.76	3.59%	-35.1%	-3.3%	09/10/2018	19
100.00%	-9.19	3.69%	-33.9%	1.8%	10/10/2018	20

מסקנתנו היא שבעקבות הדיווח הראשון שיעור הנזק שנוצר לבעלי המניות עומד על 29.4% ובעקבות הדיווח השני שיעור הנזק שנוצר לבעלי המניות עומד על 31.3%.

8. הערכת הנזק לחברי הקבוצה המיוצגת

בהתאם לבקשת האישור, הקבוצה המיוצגת הינה כל מי שרכש את המניה מיום ההנפקה ועד יום 30.8.2018 (כולל), והמשיך להחזיק בה עד לדיווחים האמורים. למעשה מדובר בכל בעלי מניות המיעוט המחזיקים בכ- 24.4% ממניות החברה.

היות והטעיית הדיווח נעשתה כבר בתשקיף ההנפקה, אזי כל המניות שנרכשו בהנפקה על-ידי הציבור (לרבות אלה שנרכשו על-ידי הגופים המוסדיים) מהוות למעשה את כמות המניות שניזוקה במקרה שלפנינו, שכן המניות האלה "התגלגלו" בסופו של דבר בין המשקיעים השונים.

גובה הנזק	שיעור הנזק	שווי החזקות הציבור	דיווח ראשון
27,023,950	29.4%	91,918,198	דיווח ראשון
15,393,078	31.3%	49,179,163	דיווח שני
42,417,028			סה"כ

9. מקורות

- 9.1. הודעות ודוחות כספיים של קבוצת יעקובי
- 9.2. נתונים רשמיים של הבורסה לני"ע
- 9.3. בקשת האישור

תמצית השכלה וניסיון של הכותב

השכלה:

- תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בן גוריון.
- תואר שני בכלכלה עם התמחות במימון במסלול מצטיינים מאוניברסיטת בן גוריון.

ניסיון מקצועי:

- מנכ"ל ובעלים של "גילעד מנו השקעות בע"מ" אשר נותנת שירותי ייעוץ פיננסי, אנליזה וניהול הון לתאגידים וחוות דעת כלכליות.
- מחקרים אקדמיים בתחום דירוגי אשראי ופרמיות סיכון של חברות ומדינות.
- מעל 13 שנים ניסיון בשוק ההון.
- מנהל השקעות בגופים המוסדיים הגדולים בישראל, ביניהם: מנורה פיננסים ו'עמיתים - קרנות הפנסיה הוותיקות'.
- בתפקידו האחרון כשכיר היה מנהל תיק האג"ח של קופות הגמל בעמיתים.
- כתיבת חוות דעת פנימיות רבות עבור 'עמיתים', מנקודת מבטם של בעלי מניות המיעוט, אשר שימשו כעוגן לקבלת החלטות ב'עמיתים'.

1328\1\8