

# חוות דעת כלכלית

אמידת הנזק הכלכלי שנגרם  
לבעלי מניות ישראלכרט



מרץ 2023

## חוות דעת מומחה

שם המומחה : גילעד מנו

מקום עבודתו : מאקרו פיננסים בע"מ

ח.פ. 515618403

בר כוכבא 16, בני ברק, קומה 9

אני החתום מטה, גילעד מנו, נתבקשתי על ידי עורכי הדין ארז חסון וגד ליבמן להגיש חוות דעת זו במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד המשיבה, ישראלרע בע"מ (להלן: "ישראלרע" או "החברה"), ודירקטוריון החברה, בעקבות החלטות, פעולות ומחדלי דירקטוריון החברה בקשר עם אישור הסכם מיזוג משולש הופכי (להלן: "הסכם המיזוג" ו/או "עסקת המיזוג") עם הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסים (להלן: "הראל") וזאת, תוך סיכול הצעת רכש מיוחדת (להלן: "הצעת הרכש") עדיפה מטעם חברת מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "מנורה") שעמדה על הפרק אותה עת, ומבלי שקוים משא ומתן עם מנורה או עם גורמים שלישיים בניגוד לחובות החלות על דירקטוריון החברה, באופן שמנע מהחברה להתקשר בעסקה המשקפת את שוויה ההוגן וגרם לה להתקשר בעסקה נחותה שאינה משיאה את התמורה עבור בעלי המניות אך מיטיבה עם הדירקטורים עצמם באופן מובהק - והכל כמפורט בבקשה לאישור שהועברה לעיוני.

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 לבין מזמיני העבודה 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 חוות דעתי זו כשהיא חתומה עלי ידי כדין עדות באזהרה שנתתי בבית המשפט.

להלן חוות דעתי.



חתימה

27.3.2023

תאריך

## תוכן העניינים

1. תמצית חוות הדעת.
2. על החברה.
3. ניתוח שוק כרטיסי האשראי בישראל.
4. ניתוח שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל.
5. רצף האירועים.
6. הגדרת הקבוצה המיוצגת.
7. מתודולוגיה
  - 7.1. מודל DCF.
  - 7.2. שיטת המכפילים.
  - 7.3. פרמיות שליטה.
8. תמחור פרמיית השליטה בישראל.
9. הערכת שווי ישראלכרט באמצעות מודל DCF.
10. השוואת עסקת כלל מקס לעסקאות המוצעות – על פי שיטת המכפילים.
11. ניתוח הכשלים בחוות דעת דלוייט.
  - 11.1. כשלים בהערכת מחיר ההון.
  - 11.2. כשלים בהערכת התזרים העתידי.
  - 11.3. כשלים בתחזית הצמיחה הפרמננטית.
  - 11.4. אי הוספת פרמיית שליטה.
12. הצגת מודל דלוייט עם התיקונים הנדרשים.
  - 12.1. מודל דלוייט בתיקון שיעור ההיוון.
  - 12.2. מודל דלוייט בתיקון שיעור הצמיחה.
  - 12.3. מודל דלוייט בתיקון תחזית התזרים.
  - 12.4. מודל דלוייט בתוספת פרמיית שליטה.
  - 12.5. מודל דלוייט בתיקון כלל הכשלים.
13. התייחסותנו לחוות דעת יוג'ין קנדל.
14. חישוב הנזק לקבוצה המייצגת.
15. חישוב הנזק לתובעים המייצגים.
16. סיכום ומסקנות.
17. מקורות מידע.
18. תמצית השכלה וניסיון של הכותב.

## 1. תמצית חוות הדעת

- 1.1. חוות הדעת עוסקת בבחינת שוויה ההוגן של חברת ישראלרס באמצעות מודל DCF. על פי הערכתנו השמרנית - שוויה של חברת ישראלרס עומד על כ- 3.96 מיליארד ₪, ובתוספת פרמיית שליטה (הנאמדת בסך של כ-750-840 מיליון ₪) שוויה של ישראלרס נאמד בכ- 4.71-4.8 מיליארד ₪.
- 1.2. על כן, הנזק שנגרם לבעלי המניות בקבוצה המיוצגת מוערך על ידנו ב 1.414-1.504 מיליארד ₪, המגלם נזק של כ-7.06-7.51 ₪ למניה.
- 1.3. על מנת לתמוך בממצאינו, השונים באופן מהותי מממצאי דלוייט, השוינו את ההנחות שעומדות בבסיס הערכתנו להנחות שעומדות בבסיס חוות הדעת שהוזמנה מטעם דירקטוריון ישראלרס ובוצעה על-ידי דלוייט.
- 1.4. בחוות דעתנו אנו מציגים את עיקרי הכשלים והסתירות הפנימיות הקשות שנפלו בהערכת השווי שבוצעה על ידי דלוייט, בנוגע למשתנים במודל DCF המשפיעים באופן מהותי ביותר על הערכת השווי.
- 1.5. המשתנים בהם נפלו כשלים בהערכת השווי שהוזמנה מטעם דלוייט הינם: (א) הערכות לגבי מחיר ההון של החברה; (ב) הערכות לגבי שיעור הצמיחה של החברה; ו- (ג) הערכות לגבי הרווח הנקי העתידי של החברה (הערכות אשר גם סותרות את הערכות הנהלת ישראלרס).
- 1.6. כשל מהותי נוסף בחוות דעת דלוייט הינו אי התחשבות בפרמיית השליטה, וזאת בניגוד לפסיקה המושרשת אשר קובעת כי: *"על התמורה המוצעת לכלול את הפרמיה או ההטבה הנוספת" המשקפת את העובדה כי אין זו עסקה שגרתית בין בעלי מניות אנונימיים*.
- 1.7. על פי מחקרים רבים שאנו סוקרים בחוות דעת זו, פרמיית השליטה הנהוגה בישראל עומדת על 27%-30% מההון העצמי של החברה, השווה במקרה של חברת ישראלרס לכ-750-840 מיליון ₪.
- 1.8. על מנת לאשרר את ממצאנו בחוות דעת זו, ערכנו גם השוואות בין הצעות הראל ומנורה ביחס לעסקת כלל-מקס וזאת באמצעות שיטת המכפילים. ממצאנו העלו כי בהתאם לשיטת המכפילים שווי חברת ישראלרס עומד על כ- 3.7-4.6 מיליארד ₪. נציין כי שווים אלו בהתאם לשיטת המכפילים כוללים גילום של פרמיית השליטה בתוכם.
- 1.9. לאור הביקורת שאנו מעלים כלפי דלוייט בנוגע לשימוש בהערכות שונות מתחזיות החברה, הערכנו את שווי חברת ישראלרס גם על פי ההנחות (השגויות) שהניחה דלוייט בנוגע לצמיחה ולשיעור ההיוון, אך זאת תוך שהצבנו במודל את הטווח הנמוך של תחזיות הנהלת חברת ישראלרס, וכן הוספנו פרמיית שליטה, כנדרש. על פי מודל זה, שווי חברת ישראלרס מגיע ל 3.79 מיליארד ₪ לפני פרמיית שליטה, ובתוספת פרמיית שליטה ל-4.63-4.54 מיליארד ₪. אילו היינו מעריכים את הנזק שנגרם לבעלי המניות בהתאם למודל דלוייט תחת תיקונים אלה, הנזק שנגרם לבעלי המניות בקבוצה המיוצגת היה מוערך על ידנו ב-1.33-1.23 מיליארד ₪, המגלם נזק של -6.2 ₪ למניה.

1.10. עוד העלו ממצאנו כי בתיקון כלל הכשלים שנפלו בחוות דעת דלוייט ובהנחה כי תחזיות הנהלת החברה נכונות (על אף שתחזיותינו שמרניות יותר), השווי המשתקף לחברת ישראלרט לפני פרמיית שליטה מגיע ל 5.62 מיליארד ₪, ובתוספת פרמיית שליטה של 750 מיליון ₪ השווי המשתקף הינו 6.37 מיליארד ₪.

1.11. כאמור בסעיף 1.1 לעיל, לאחר ניתוח מעמיק של כלל הנתונים, הגענו למסקנה שהשווי ההוגן של חברת ישראלרט על פי מודל DCF עומד על 3.965 מיליארד ₪, ובתוספת פרמיית שליטה שוויה ההוגן של החברה עומד על 4.72-4.8 מיליארד ₪. שווי זה נתמך גם בשיטה ההשוואתית לעסקת כלל-מקס.

1.12. לבסוף, בחנו והשוונו גם בין ההצעות שעמדו בפני דירקטוריון ישראלרט – הצעת הרכש שהגישה מנורה ועסקת המיזוג עם הראל. ממצאנו העלו כי הצעת מנורה הייתה עדיפה על הצעת הראל בכל מובן מהותי, כאשר ביום אישור המיזוג בדירקטוריון, פער זה עמד על 490-510 מיליון שקלים לטובת מנורה. גם בכך, יש כדי לאשרר את ממצאינו לפיהם הערכת השווי של דלוייט – ועסקת המיזוג עצמה – אינן משקפות את שווי החברה ההוגן.

1.13. בהקשר זה, בחנו גם את חוות דעתו של פרופ' יוג'ין קנדל שפורסמה מטעם הראל והשוותה בין הצעת הרכש שהגישה מנורה ועסקת המיזוג עם הראל. חוות הדעת של פרופ' יוג'ין קנדל אינה מבוססת על מודל ה DCF וסותרת את הפסיקה בכך שהיא עושה שימוש בשווי השוק ו/או בהערכת השווי של דלוייט אשר כאמור נפלו בה פגמים מהותיים, ביניהם שהיא ללא תוספת פרמיית שליטה.

## 2. על החברה

2.1. ישראלרט בע"מ נוסדה בישראל בשנת 1975 והינה חברת כרטיסי אשראי, ו/או 'סולק' כמשמעות המונח על-פי הוראות ונוהלי הפיקוח על הבנקים.

2.2. באפריל 2019 הונפקה החברה ומניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

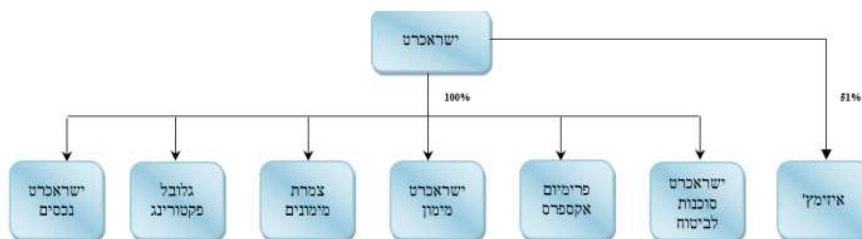
2.3. החל מחודש מרץ 2020 ונכון לדצמבר 2022, החברה הינה תאגיד ללא גרעין שליטה ואין בה בעל שליטה או בעל מניות המחזיק בהיתר שליטה. עד מרץ 2020 היה בנק הפועלים בעל היתר השליטה בחברה.

2.4. החברה, ביחס עם החברות המוחזקות שלה, פועלת בשלושה מגזרים עיקריים:

- א. הנפקת כרטיסי חיוב.
- ב. סליקת כרטיסי חיוב.
- ג. מימון חוץ בנקאי.

2.5. מותגים עיקריים של הקבוצה: Mastercard, ישראלרט, American Express ו-Visa.

2.6. תרשים אחזקות של החברה:



## 2.7. פעילות חברות עיקריות

- א. ישראלכרט - פועלת כמנפיקה, סולקת ומתפעלת כרטיסי חיוב מהמותג הפרטי "ישראלכרט", כרטיסי חיוב מסוג "Mastercard" וכן כרטיסי חיוב מסוג "Visa" לשימוש בישראל ובח"ל. בנוסף, מתפעלת מערך כרטיסים של "פרימיום אקספרס".
- ב. פרימיום אקספרס - מנפיקה וסולקת בבלעדיות בישראל כרטיסי אשראי מסוג "Express American".
- ג. ישראלכרט מימון - הוקמה בשנת 2004. עוסקת במתן אשראי למחזיקי כרטיסי אשראי חוץ בנקאיים בקבוצה, במתן הלוואות לבתי עסק הסולקים עסקאות באמצעות הקבוצה ובמתן אשראי ללקוחות פרטיים שלא באמצעות כרטיס אשראי.
- ד. צמרת מימונים - הוקמה והתאגדה בשנת 1999. פועלת בשוק האשראי החוץ בנקאי בעיקר בתחום ניכיון עסקאות בכרטיסי אשראי והלוואות חוץ בנקאיות לבתי עסק.
- ה. גלובל פקטורינג - הוקמה בשנת 2005. עוסקת במתן אשראי מסחרי, הכולל כיסוי ביטוחי על האשראי.
- ו. ישראלכרט נכסים - הוקמה בשנת 1994. ישראלכרט נכסים החזיקה במשותף עם צד שלישי את "בית ישראלכרט". ביוני 2021 נמכרו זכויות החברה בנכס לשותף, ובאפריל 2022 חתמה החברה על הסכם לסיום מוקדם של הסכם השכירות בנכס.
- ז. ישראלכרט סוכנות לביטוח - סוכנות ביטוח וחיסכון המתמקדת בשיווק ביטוח רכב.

## 2.8. נתח שוק של החברה בענף כרטיסי האשראי בישראל

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2022, סך הכנסות חברות כרטיסי האשראי בישראל מעסקאות בכרטיסי אשראי הוערך ע"י החברה בכ- 3.7 מיליארד ₪. חלקה של החברה היה 1.55 מיליארד ₪, המהווים 42% מההכנסות. מחזור העסקאות הכולל עמד על 349 מיליארד ₪ וחלקה של הקבוצה עמד על 154 מיליארד ₪ - 44% מהמחזור הכולל. בתחום הסליקה, על פי מצגי החברה, עמד חלקה על 50% - 47% מסך הפעילות במשק.

## 2.9. הסדרים והסכמים עם בנק הפועלים

עד למועד הנפקתה של החברה, מעל 50% מהכרטיסים שהונפקו בבנק הפועלים תופעלו ע"י החברה. במסגרת שינויים רגולטוריים ועם ההפרדה של הבנק מהחברה, חודשו הסכמים (מרץ 2019, פברואר 2021) המותאמים לשינויים ואחוז זה הלך ופחת ועמד בסוף 2022 על 40%. ביולי 2022 פרסמה החברה הודעה על כי הגיעה להבנות עקרוניות עם בנק הפועלים בנוגע להסכם חדש המסדיר את תנאי ההנפקה והתפעול של כרטיסי אשראי לתקופה של שמונה שנים החל מאפריל 2022. החברה העריכה בהודעה זו כי, לאור השינויים בשוק ההנפקה והתפעול, תצטרך להגדיל משמעותית את שיעור התשלומים לבנק החל מהרבעון השני של שנת 2022. עוד העריכה החברה, כי בטווח הארוך תצליח להתגבר על הגידול בהוצאה ע"י פיתוח מנועי צמיחה ויעילות תפעולית של הקבוצה.

### 3. ניתוח שוק כרטיסי האשראי בישראל

#### 3.1. סוגי כרטיסי החיוב הקיימים הם:

- א. כרטיס חיוב נדחה (כרטיס אשראי) - Deferred Debit Card - ריכוז העסקאות במהלך החודש וחיוב בעל הכרטיס אחת לחודש.
- ב. כרטיס אשראי מתגלגל - Revolving credit card - פירעון חלק מהחוב על ידי גלגולו לחודש הבא.
- ג. כרטיס חיוב מיידי - Direct Debit Card - חיוב מיידי בסכום העסקה בסמוך לביצועה.
- ד. כרטיס נטען - Pre-paid card - טעינה מראש של כסף לשם ביצוע פעילות תשלום.

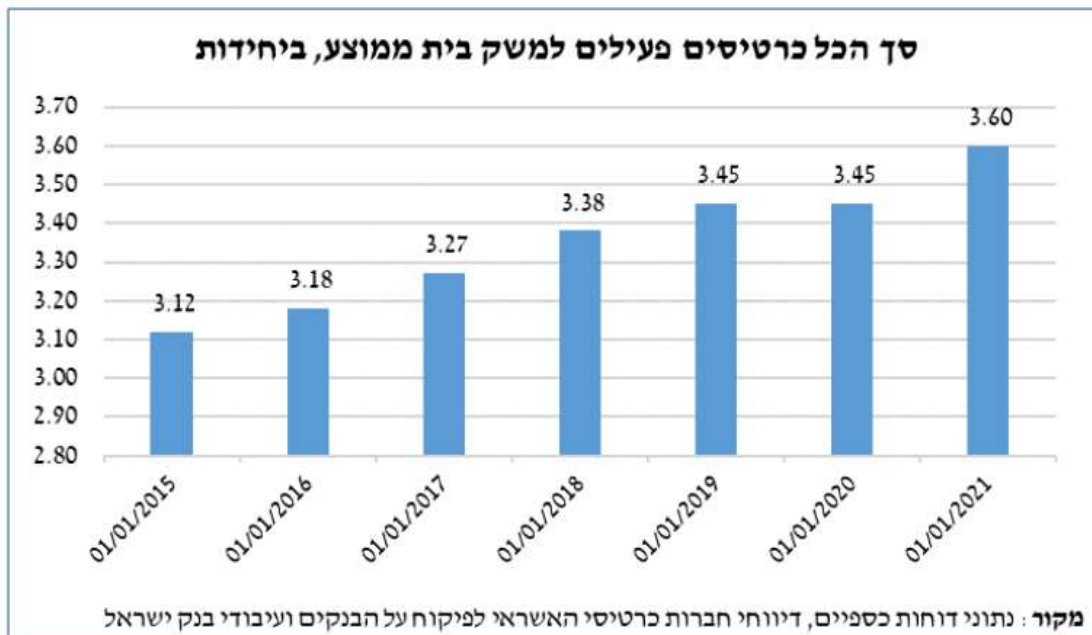
#### 3.2. מספר הכרטיסים בישראל:

סה"כ בישראל ישנם נכון להיום 10.38 מיליון כרטיסי חיוב מסוגים שונים, מתוכם 7.25 מיליון כרטיסי חיוב נדחה שהינו הכרטיס הנפוץ בישראל.

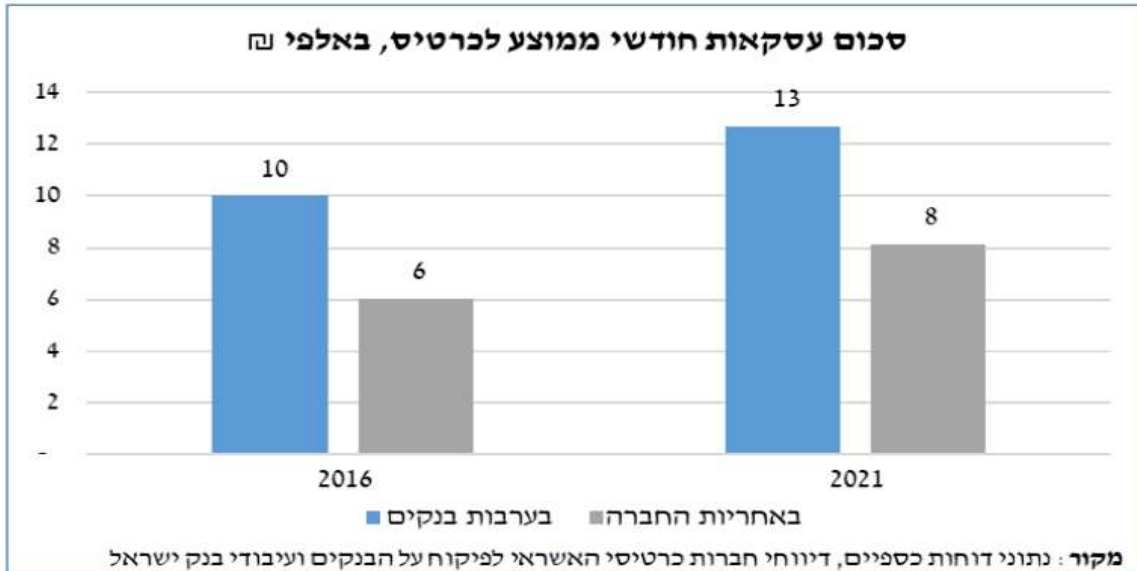
#### 3.3. קצב צמיחת כרטיסי החיוב:

- א. מסוף שנת 2016 ועד אמצע שנת 2022, גדלו מספר כרטיסי האשראי בישראל ב 31.3%, כאשר מספר הכרטיסים החוץ בנקאיים גדל ב 58.5% ומספר הכרטיסים הבנקאיים גדל ב 19.3%.
- ב. שיעור הצמיחה השנתי של הכרטיסים החוץ בנקאיים עומד על 8.73% בממוצע לשנה.
- ג. סכום העסקאות בתקופה זו גדל ב - 63.4%, המהווה גידול ממוצע של 9.34% בשנה.
- ד. החוק לצמצום השימוש במזומן תומך בקצב צמיחה גבוה עוד יותר בשנים הקרובות.

#### 3.4. כמות הכרטיסים הפעילים למשק בית בממוצע נמצאים במגמת עלייה מתמשכת:



3.5. פוטנציאל גידול בסכום עסקאות חודשי ממוצע לכרטיס בכרטיסים חוץ בנקאיים: ישנו גידול עקבי בסכום ההוצאה הממוצע לכרטיס כאשר עדיין יש פער חיובי לטובת הכרטיסים הבנקאיים. הפרדת חברות כרטיסי האשראי מהבנקים צפויה להוביל לקיטון בפער זה:

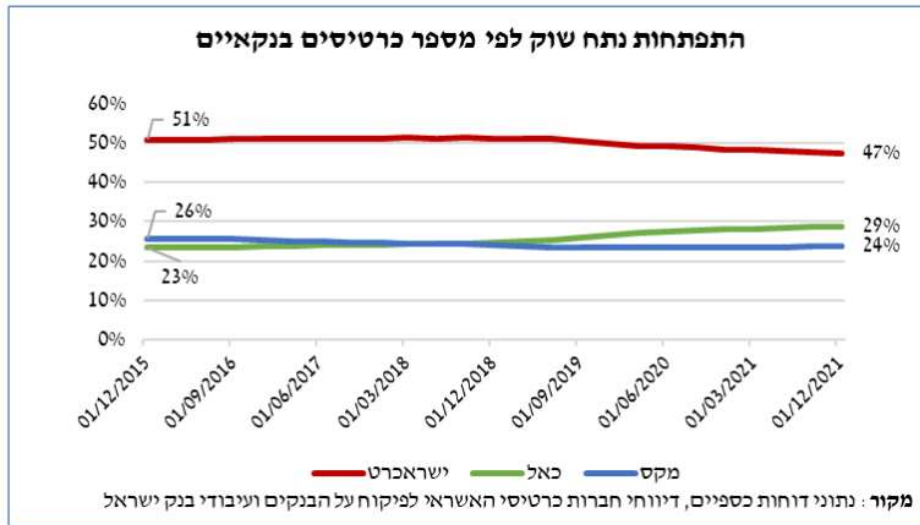


3.6. ישרכארט עקפה את כאל במספר הכרטיסים החוץ בנקאיים הפעילים וקצב הצמיחה שלה גבוה יותר משתי מתחרותיה בענף:





3.7. ישרכארט הינה מובילת השוק ומחזיקה נתח שוק של 47% בתפעול כרטיסים בנקאיים:

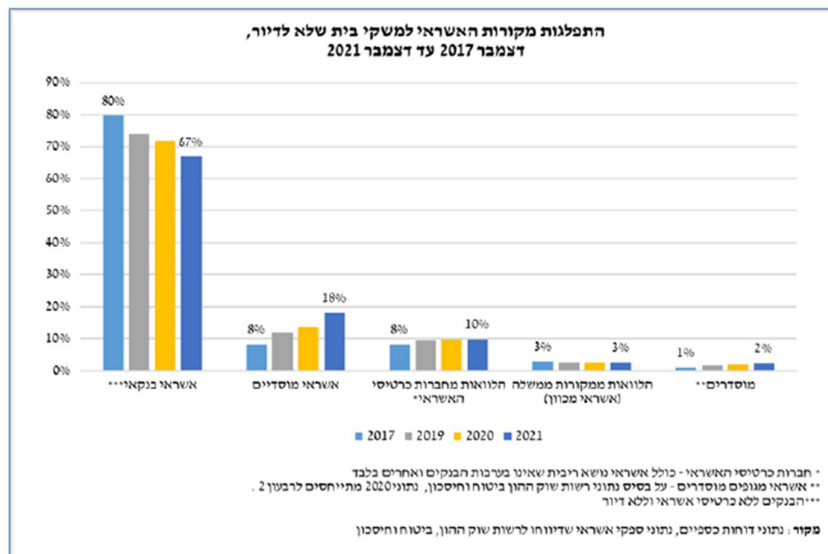


#### 4. ניתוח שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל

4.1. תחום האשראי החוץ בנקאי התפתח באופן משמעותי בשנים האחרונות, הודות לצעדים שנקבעו בחקיקה ונועדו לקדם תחרות בראייה רחבה של השוק הבנקאי והחוץ בנקאי, לרבות הסרת חסמים לתחרות וביצוע שינויים מבניים. בשל הריכוזיות הגבוהה של הבנקים בשוק האשראי, יש לחברות האשראי החוץ-בנקאי תפקיד חשוב בהגברת התחרות בשוק זה ובפרט בגיוון מקורות האשראי.

4.2. השחקנים העיקריים בענף הינם המערכת הבנקאית, חברות כרטיסי האשראי וגופי מימון חוץ בנקאיים. היקף הפעילות של תחום המימון החוץ-בנקאי, הלך וגדל בשנים האחרונות בקצב מהיר – מתחילת 2020 מספר נותני האשראי החוץ-בנקאיים המגייסים הון בבורסה כמעט הוכפל, ונכון לסוף 2021 ישנן 23 חברות ציבוריות כאלו שהעמידו אשראי בהיקף של כ-14 מיליארד ₪<sup>1</sup>.

4.3. בנוסף, גדלו ברבעון השני של 2022 סך הנכסים של החברות הציבוריות הללו ביותר מפי שניים בהשוואה לרבעון הראשון של 2020 – מכ-11.8 לכ-25.6 מיליארד ₪.



<sup>1</sup> דוח היציבות הפיננסית – מחצית שניה 2021, בנק ישראל.

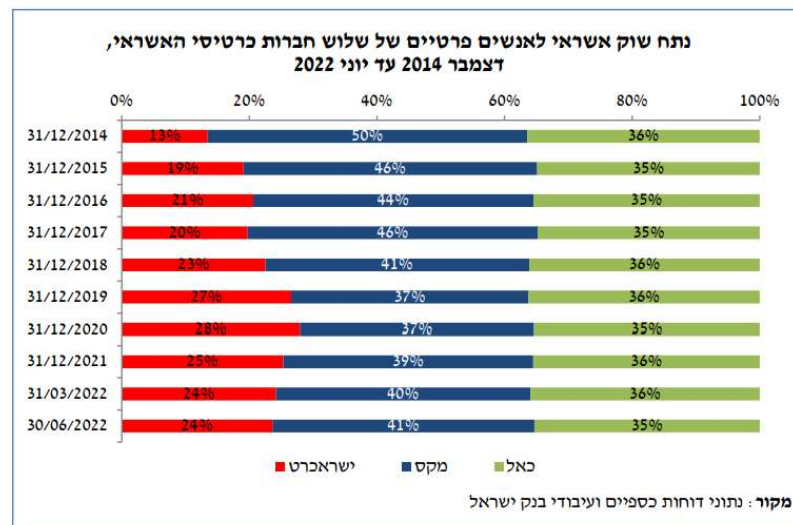
4.4. על פי הדוח הרביעי של הוועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי מחודש ינואר 2023<sup>2</sup>, האשראי הצרכני של חברות האשראי צמח בחמש השנים האחרונות מ 13.1 מיליארד ₪ ל 18.2 מיליארד ₪, המהווה קצב גידול של 38.9%, כאשר האשראי הצרכני בבנקים הצטמצם בתקופה זו. צמיחה זו של חברות כרטיסי האשראי הגיעה כשהריבית שגובות חברות כרטיסי האשראי עומדת על 9%, בעוד הריבית הנגבית ע"י הבנקים זולה ב 3.6% ועומדת על 5.4% בלבד!

אשראי צרכני						
ריביות (אחוזים)			יתרות (מיליארדי ₪)			תאריך
מוסדרים	חברות כרטיסי אשראי	בנקים	מוסדרים	חברות כרטיסי אשראי	בנקים	
7.8%	9.1%	5.8%	1.4	12.0	116.3	31/12/2017
7.9%	9.3%	6.0%	1.9	13.1	115.9	31/12/2018
8.1%	9.2%	5.6%	2.7	15.1	115.3	31/12/2019
9.4%	8.5%	5.0%	2.9	14.6	106.2	31/12/2020
8.8%	8.5%	4.9%	4.0	16.3	110.3	31/12/2021
#N/A	9.0%	5.4%	#N/A	18.2	114.3	30/06/2022

**הערות:**  
 - נתוני חברות כרטיסי אשראי הם אשראי נושא ריבית שאינו בערבות הבנקים.  
 - נתוני הבנקים הם נתוני משקי הבית ללא הלוואות לדיור וללא כרטיסי אשראי.  
 - הסיווג למגזרי פעילות באשראי המוסדרים נעשה בראייה כוללת, כל אחת מהחברות המדווחות "סווגה" כחברה לאשראי עסקי או צרכני בהתאם לעיקר פעילותה.  
 - הנתונים של הגופים המוסדרים בשנת 2020 נכונים לסוף הרבעון השני של שנת 2020 (=na= נתון חסר).  
 - מקור: נתוני דוחות כספיים, נתוני ספקי אשראי שדיווחו לרשות שוק הון ביטוח וחיסכון ועיבודי בנק ישראל.

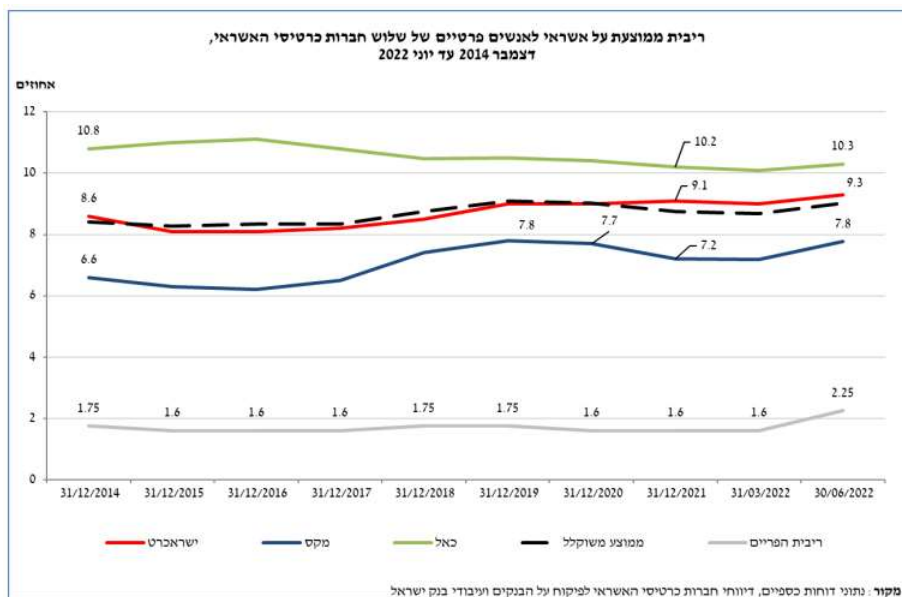
4.5. מניתוח ניתחי השוק של שלושת חברות האשראי בתחום האשראי הצרכני עולה כי נתח השוק של ישראכרט עלה בשנים האחרונות מ 13% ל 24% כשרוב הצמיחה היא על חשבון חברת מקס אשר נרכשה ע"י חברת כלל לאחרונה. שווי עסקת כלל-מקס בוצע על פי מכפילים גבוהים מההצעות שהתקבלו מהראל ומנורה (ובפרט מעסקת הראל-ישראכרט, כפי שיפורט בהמשך).

בתחילת התקופה עליה בנתח השוק של ישראכרט בעיקר על חשבון נתח השוק של MAX לאחר הפרדה והקורונה המגמה מתהפכת



<sup>2</sup> ראה: אתר משרד האוצר, הוועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי, דוח רביעי, ינואר 2023.

4.6. מהגרף הבא ניתן לראות שגם הגידול בנתח השוק בחברת ישראלרטר על חשבון מקס לא הגיע באמצעות הורדת מחירים, אלא אף תוך העלאת מחירים וגביית ריבית ממוצעת של 9.3% מהלקוחות הגבוהה בכ 1.5% מהריבית אותה גובה מקס מלקוחותיה:



## 5. רצף האירועים

5.1. הצעת הראל הראשונה<sup>3</sup> - ביום 8.1.2023 פנתה חברת "הראל" לדירקטוריון החברה על מנת לקיים מגעים לגיבוש הסכם מיזוג משולש הופכי, במסגרתו תרכוש הראל את מלוא (100%) הונה המונפק והנפרע של החברה, כנגד תשלום תמורה במזומן של 2,718 מיליוני ₪, תמורה המגלמת מחיר מניה של 13.57 ₪ למניה.

5.2. הצעת מנורה הראשונה<sup>4</sup> - ביום 5.2.2023 פרסמה חברת "מנורה מבטחים אחזקות" הצעת רכש למניות ישראלרטר. המציעה הציעה לרכוש מהניצעים 64,077,775 מניות רגילות אשר מהוות כ- 32% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה ומזכויות ההצבעה בה בפועל, במחיר מניה של 15.34135 ₪ המגלם שווי חברה של 3,072 מיליוני ₪ הגבוה ב-354 מיליון ₪ מהצעת הראל.

5.3. חתימת הסכם עם הראל<sup>5</sup> - ביום 12.2.2023 נחתם בדירקטוריון החברה הסכם מיזוג מחייב בין החברה לבין הראל, שעיקריו כדלקמן:  
 א. הרכישה תבוצע לפי שווי של 2,934 מיליוני ₪, המשקף מחיר של 14.65 ₪ למניה, בתוספת הצמדה וריבית שנתית של 1.2% ממועד חתימת ההסכם ועד למועד הקובע. שווי זה נמוך מהצעת מנורה הראשונה בכ-139 מיליון ₪.

<sup>3</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלרטר, אסמכתא: 2023-01-004860

<sup>4</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלרטר, אסמכתא: 2023-01-012409

<sup>5</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלרטר, אסמכתא: 2023-01-013972

- ב. ישראלכרט תהא רשאית עד השלמת העסקה לשלם בונוס לעובדים בקשר עם העסקה, לבצע תשלומים ליועציה לעסקה, להביא להאצת הבשלה של תגמול הוני שהוענק לדירקטורים, להעניק לדירקטוריון מניות חסומות, לרכוש לדירקטורים פוליסות אחריות מסוג run-off, להקצות אופציות נוספות לעובדים ונושאי משרה בה וכן לבצע תשלומים לעובדים ונושאי משרה בגין ביטול האופציות שהוקצו להם, והכל בעלות מצטברת של עד כ- 180 מיליון ₪.
- 5.4. הצעת מנורה השנייה<sup>6</sup> - ביום 15.2.2023 פרסמה מנורה "עדכון תנאי הצעת הרכש לחברת ישראלכרט". במסגרת ההצעה המועדכנת, העלתה מנורה את התמורה למניית ישראלכרט לסך של 15.9805 ₪ למניה, המשקף לישראלכרט שווי חברה של 3,200 מיליוני ₪ הגבוה ב-267 מיליון ₪ מהצעת הראל העדכנית נכון למועד הצעה זו.
- 5.5. ביום 20.2.2023 פרסמה ישראלכרט זימון אסיפה מיוחדת<sup>7</sup> ליום 27.3.2023 כשעל סדר יומה של האסיפה אישור המיזוג עם הראל ואישור שינוי מדיניות התגמול של החברה. במסגרת השינוי במדיניות התגמול של החברה, החברה תהא רשאית להקצות לדירקטורים מניות חסומות ובכפוף להשלמת עסקת המיזוג החברה רשאית לשאת בהוצאות העסקה של החברה ותשלום בונוס חד פעמי לעובדי החברה בעלות של עד 180 מיליון ₪. במסגרת הזימון פרסמה "תמצית עיקרי הערכת שווי" שבוצעה ע"י חברת דלויט (נספח א')
- 5.6. ביום 13.3.2023 פרסמה החברה את הדוח התקופתי ושנתי לשנת 2022<sup>8</sup> והכריזה על חלוקת דיבידנד בסך של 12.78 אג' למניה<sup>9</sup>. באותו יום פרסמה החברה מצגת משקיעים<sup>10</sup> (נספח ב' לחוות דעת זו). במסגרת דוח הדירקטוריון ציינה החברה כי "יעדי התכנית האסטרטגית של הקבוצה לשנת 2025 הינה, צמיחה בתיק האשראי הכולל לכ- 5.18-5.16 מיליארד ₪ וגידול ברווח הנקי לכ- 510-450 מיליון ₪ בשנת 2025".
- 5.7. הצעת מנורה השלישית<sup>11</sup> - ביום 15.3.2023 עדכנה חברת מנורה את הצעתה למניות ישראלכרט ל 17.4788 ₪ למניה, המשקף שווי של 3.5 מיליארד ₪ לחברה - שווי הגבוה ב-567 מיליון ₪ מהצעת הראל העדכנית נכון למועד הצעה זו. להצעתה השלישית מנורה צרפה מצגת בה היא משווה בין הצעתה לבין הצעת הראל (נספח ג' לחוות דעת זו).
- 5.8. הצעת הראל השלישית<sup>12</sup> - ביום 19.3.2023 עדכנה חברת הראל את הצעתה למניות ישראלכרט כך שהתמורה למניה במזומן שתשולם לבעלי המניות של החברה על פי הוראות ההסכם תהיה הגבוהה מבין:
- 15.8 ₪ למניה, צמוד לעליית מדד המחירים לצרכן ונושא ריבית שנתית של 1.2%, בהתאם להוראות הסכם המיזוג;
- 16.5 ₪ למניה (נומינלי, ללא הצמדה וריבית). מחיר המשקף לישראלכרט שווי של 3.3 מיליארד ₪, שווי הנמוך בכ-200 מיליון ₪ מהצעת מנורה השלישית.

<sup>6</sup> ראה : אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלכרט, אסמכתא : 2023-01-015103  
<sup>7</sup> ראה : אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלכרט, אסמכתא : 2023-01-016063  
<sup>8</sup> ראה : אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלכרט, אסמכתא : 2023-01-021706  
<sup>9</sup> ראה : אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלכרט, אסמכתא : 2023-01-021751  
<sup>10</sup> ראה : אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלכרט, אסמכתא : 2023-01-021754  
<sup>11</sup> ראה : אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלכרט, אסמכתא : 2023-01-022987  
<sup>12</sup> ראה : אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלכרט, אסמכתא : 2023-01-024040

5.9. ביום 21.3.2023 פרסמה החברה<sup>13</sup> חוות דעת מטעם פרופ' יוג'ין קנדל (נספח ד' לחוות דעת זו)

בקשר להשוואה כלכלית בין הסכם המיזוג שלה עם ישראלר לבין הצעת הרכש מטעם מנורה.

5.10. ביום 27.3.2023 אושרה עסקת המיזוג באספה הכללית של בעלי מניות ישראלר.

5.11. להלן טבלה מרכזת – הצעות לרכישת מניות ישראלר

תאריך	מציעה	אחוז	מחיר למניה	הון עצמי	שווי חברה נגזר (מליוני ₪)	פרמיה (דיסקאונט) על ההון העצמי
8.1.2023	הראל	100%	13.57	2,793	2,718	-2.7%
5.2.2023	מנורה	32%	15.34135	2,793	3,072	10.0%
12.2.2023	הראל	100%	14.64	2,793	2,933	5.0%
15.2.2023	מנורה	32%	15.9805	2,793	3,200	14.6%
15.3.2023	מנורה	32%	17.4788	2,806	3,500	24.7%
19.3.2023	הראל	100%	16.5	2,806	3,300	17.6%

5.12. להלן גרף עם מחיר השוק של מניית ישראלר ביחס להצעות הראל ומנורה. ניתן לראות כי

גם הצעתה הגבוהה של מנורה נמוכה ממחיר השיא של מניית ישראלר בשנה האחרונה:



## 6. הגדרת הקבוצה המיוצגת

לצורך חישוב הנזק נגדיר ראשית את הקבוצה אשר ניזוקה מהאירוע. כפי שנמסר לי מעורכי הדין הקבוצה המיוצגת כוללת את "כל מי שהחזיק במניות חברת ישראלר בע"מ, למעט המשיבים 2-10, ואשר האספה הכללית של חברת ישראלר בע"מ החליטה ביום 27.3.2023 על מכירת מניותיו לחברת הראל השקעות בביתוח ושירותים פיננסיים בע"מ, באמצעות עסקת מיזוג עם חברת הראל מיזוגים 2023 בע"מ".

<sup>13</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, ישראלר, אסמכתא: 2023-01-025540

7.1. מודל DCF

א. המודל המקובל להערכת שווי חברות תפעוליות הינו מודל היוון תזרימי מזומנים או DCF. מודל זה משמש להערכת שוויין של חברות תפעוליות בעלות תזרימי מזומנים שוטפים מן הפעילות.

ב. בהקשר זה נצטט את פסק דין קיטאל ברע"א 779/06 קיטאל החזקות בע"מ נ' ממון (נבו), (28.8.2012) ("עניין קיטאל"):

**"הוחלט ברוב דעות של השופטים י' דנציגר, א' רובינשטיין, ס' ג'ובראן וא' חיות, כי יש להעדיף את שיטת ה-DCF כשיטת בסיס להערכת השווי ההוגן של המניות בהצעת רכש מלאה, אלא אם כן מצא ביהמ"ש כי הנתונים והמאפיינים של המקרה שלפניו מצדיקים יישום שיטת הערכה אחרת".**

בפסיקה נקבעו מספר עקרונות להערכת שווי באמצעות מודל DCF:

ג. עיקרון הערכת החברה לפי שוויה הפנימי (Intrinsic Value), לפיו ערכה של החברה ייקבע בהתאם לכלל מקורות השווי הנובעים ישירות ממנה, ולא על פי מדד חיצוני לה, המתמקד בשווי השוק שלה או בשוויה התחליפי בעסקה עם צד שלישי.

וכך נכתב בפס"ד קיטאל (בפס' 21):

**"בית המשפט המחוזי קבע כי שווי השוק של המניה אינו מדד לקביעת שווייה ההוגן. הוסבר, כי מחיר השוק אינו משקף תמיד את שווייה הריאלי של המניה, והוא מושפע מגורמים ונתונים שונים. זאת, במיוחד כאשר סחירותה של המניה נמוכה וכאשר בעל השליטה הרוכש יכול להשפיע בדרכים מניפולטיביות על מחיר המניה. פרשנות המעניקה משקל מכריע לשווי השוק של המניה לשם קביעת שווייה ההוגן, כך נקבע, תדמה למצב בו יינתן "לחתול לשמור על השמנת" ולא לכך התכוון המחוקק אשר ביקש להגן על הניצעים, בעלי מניות המיעוט, מפני קיפוחם על ידי בעל השליטה."**

ד. עיקרון הערכת החברה לפי שוויה "כעסק חי" (going concern), מתוך ההנחה כי יש להעניק לבעלי המניות הניצעים את התמורה הכספית שוות הערך לרווחים שיכלו להיות מנת חלקם אילו לא נכפתה עליהם רכישת מניותיהם. מכך אף נובע, כי שיטת השווי הנכסי, הגוזרת את שווי המניות משווי נכסי החברה בפירוק, אינה מתאימה להערכת מניות במסגרת סעד ההערכה. הערכת שווי המניות תיעשה נכון למועד הגשת הצעת הרכש ולא לאחריו, ולא ייכללו בה הרווחים הצפויים לבעל השליטה בעקבות הרכישה עצמה. ודוק: את הרווחים הצפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה, הידועות לבעל השליטה עובר למועד הרכישה, יש להביא בחשבון במסגרת ההערכה.

ה. עוד נקבע בפסיקה כי יש להוסיף פרמיית שליטה להערכת השווי המתקבלת ממודל DCF כאשר מדובר בעסקה כפויה שבה משתלט הרוכש על חברה (כעסקת מיזוג). פס"ד קיטאל (פס' 21):

**"על התמורה המוצעת לכלול את "הפרמיה או ההטבה הנוספת" המשקפת את העובדה כי אין זו עסקה שגרתית בין בעלי מניות אנונימיים אשר עורכים עסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון, אלא עסקה כפויה שבסופה משתלט הרוכש על החברה ומוכן לצורך כך לשלם מחיר הגבוה ממחיר השוק."**



## אופן תחשיב המודל:

1. במסגרת מודל זה, מבוצעת הערכת שווי לשתי תקופות תחזית:
  - בניית תחזית לחמש השנים הקרובות על בסיס ביצועי החברה בשנים האחרונות, ועל בסיס תחזית לגבי שיעורי הצמיחה ושיעורי ההתייעלות.
  - השנה המייצגת - התקופה החל מחלוף חמש שנים ועד אינסוף, באמצעות תחזית לתוצאות שנה מייצגת ביחס אליה קובע מעריך השווי את תזרים המזומנים הצפוי הכולל. את שני התזרימים הללו מהוונים לערך נוכחי על מנת לקבל את השווי הנוכחי של החברה.
- 7.2 שיטת המכפילים (תמחור השוואתי / גישת השוק)

שיטת המכפילים מאפשרת השוואת שווי חברות באמצעות מדדי ביצוע כמותיים (רווח, הון, מכירות ועוד), במקרה הנדון אנו נתמקד בשני סוגי מכפילים נפוצים המתאימים למקרה הנדון:

  - א. מכפיל רווח – שווי החברה חלקי הרווח השנתי המייצג של החברה.
  - ב. מכפיל הון – שווי השוק של החברה חלקי ההון העצמי בספרים.

7.3 שיטת המכפילים מבוססת על מספר שלבים:

  - א. זיהוי חברות דומות וחשוב המכפילים שלהן.
  - ב. קביעת הרווח וההון המייצגים.
  - ג. הערכת השווי של החברה בהתאם לנתון המתאים כפול המכפיל.

## 8. תמחור פרמיית השליטה בישראל

בחלק זה נגדיר מהי פרמיית שליטה, האם יש מקום להוסיפה להערכת השווי במקרה של ישראל, ואם כן, מהי הפרמיה הראויה בכל אחת מההצעות שהובאו לאישור. נושא פרמיית שליטה ופרמיית הפיכת חברה ציבורית לפרטית (going private) הינו נושא מורכב ביותר לאמידה, שכן ישנן סוגיות רבות הסובבות סביב פרמיות אלו. פרמיית שליטה יכולה להיות מושפעת ממשנתנים רבים ביניהם גם מגובה שיעור האחזקה, ובכלל בשאלה מהי רמת האחזקה הנדרשת לצורך שליטה.

### הגדרות

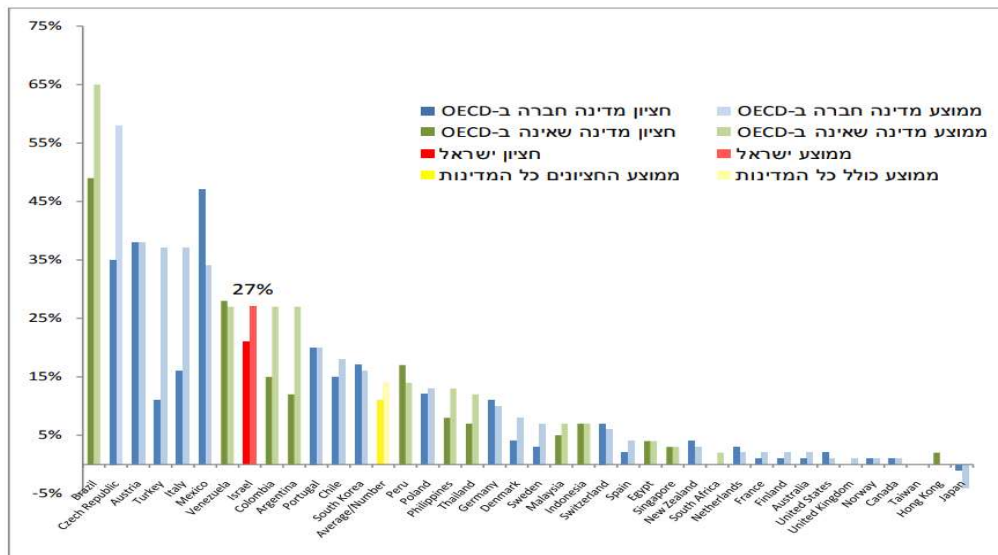
- 8.1 הגדרת "שליטה" בחוק ני"ע: "שליטה" – היכולת לכוון את פעילותו של תאגיד, למעט יכולת הנובעת רק ממילוי תפקיד של דירקטור או משרה אחרת בתאגיד, וחזקה על אדם שהוא שולט בתאגיד אם הוא מחזיק מחצית או יותר מסוג מסוים של אמצעי השליטה בתאגיד;
- 8.2 פרמיית שליטה, אינה מוגדרת בחוק ומחקרים רבים עוסקים בתמחורה והיא למעשה המחיר העודף אשר משקיע מוכן לשלם על מנת להיות בעל היכולת להכווין את פעילותו של תאגיד ביחס למחיר אשר משקיע מוכן לשלם על מנת להיות משקיע פיננסי בלבד בתאגיד. כלומר, זהו ערך סובייקטיבי לבעל השליטה, כלומר, העובדה שבעל השליטה מוכן לשלם יותר מאחר והוא רואה הטבות כלכליות גדולות יותר מהפעילות מאשר משתפני שוק אחרים.
- 8.3 עסקת Going private הינה עסקה כשתוצאה ממנה חברה ציבורית הופכת לחברה פרטית.
- 8.4 פרמיית Going private הינה פרמיה הכוללת בתוכה גם פרמיית שליטה וגם פיצוי על אי השתתפות הציבור ברווחים העתידיים הצפויים לצמוח לחברה בעקבות הסינרגיה עם החברה הרוכשת.
- 8.5 על פי פסק דין עצמון בחוות דעת זו נתייחס רק לפרמיית השליטה ולא לפרמיית Going private.

### פרמיית שליטה כפונקציה של גודל גרעין השליטה

- 8.6. על פרמיית שליטה להיות גבוהה יותר ככל ששיעור האחזקה בחברה גדול יותר וזאת מהטעם הפשוט שהיכולת של בעל השליטה לכוון את פעילותו של התאגיד גבוהה יותר.
- 8.7. כאשר חברה המחזיקה 100% בחברה אחרת מעוניינת לעשות עסקת בעלי עניין, היא אינה כפופה למנגנוני האישור המחמירים שבחוק החברות.
- 8.8. לעומת זאת כאשר חברה המחזיקה 32% ממניות חברה ציבורית אחרת ומעוניינת לעשות עסקת בעלי עניין, עליה לעבור את אישור ועדת הביקורת/התגמול, הדירקטוריון, והאסיפה הכללית ברוב מיוחס. מנגנון זה יכול להרתיע מבעדה לעשות את האמור ולמעשה שליטתה בחברה נמוכה יותר.
- 8.9. על כן, פרמיית השליטה הולכת וגדלה ככל ששיעור האחזקה בחברה הנרכשת גדול יותר (בפרט כאשר החברה הנרכשת הופכת לפרטית).

### מחקרים ומאמרים בתחום

- 8.10. על פי מחקר שנערך על ידי מקינזי<sup>14</sup>, נמצא כי הרווח העודף (פרמיית השליטה) ברכישת שליטה מגיע בעיקרו לבעלי המניות של חברת היעד (במקרה שלנו לבעלי מניות ישראלכרט), וזאת מכיוון שרוכש השליטה מוכן לשלם, במוצא פרמיה גבוהה לעומת מחיר השוק – פרמיה זו עומדת לרוב על 30%. עצם השליטה בחברה שווה לרוכש השליטה מעט יותר מ-30% מעל מחיר השוק, שכן הרוכש מעוניין גם ליצור רווח מעצם ביצוע העסקה. פרמיה זו שבעל השליטה החדש רואה הוא מוכן לשלם לבעלי המניות הקיימים של חברת היעד.
- 8.11. שווי השוק של חברת ישראלכרט טרום הצעות הרכש, עמד על 2.15 מיליארד ₪, על כן, על פי מחקרו של מקינזי שווי החברה בתוספת פרמיית השליטה עמד על 2.79 מיליארד ₪.
- 8.12. במחקר בינלאומי השוואתי אמדו דיק וזינגלס את ערכה של השליטה ב-39 מדינות עם מדגם של 393 עסקאות. במחקרם הם מצאו כי פרמיית השליטה ששולמה בישראל הייתה



מקור: Dyck & Zingales. עיבודי המחלקה הכלכלית, רשות ניירות ערך.

מהגבוהות בעולם ועמדה על 27% מהון החברה הנרכשת, כמעט פי שלושה מפרמיית השליטה הממוצעת במדגם שהינה 10%.

<sup>14</sup> Fith edition – Valuation, Measuring and Managing the Value of companies



- 8.13. ההון העצמי של חברת ישראל עמד נכון לערב הצעת הרכש על 2.793 מיליארד ₪, כך שעל פי מחקרם של דיק וזינגלס, פרמיית השליטה הייתה אמורה לעמוד על 754 מיליון ₪ ושווי החברה על פי הערכת השווי של דלוייט בתוספת פרמיית השליטה היה צריך לעמוד על 3.54 מיליארד ₪.
- 8.14. במחקר שנערך בישראל אמדו ברק ולאوترבך<sup>15</sup> את ערכה של פרמיית השליטה בהתבסס על נתונים מ-54 עסקאות גדולות בישראל ומצאו כי הפרמיה ששולמה בעסקאות אלו עמדה בממוצע על 32% מההון.
- 8.15. פרמיית השליטה על פי ברק ולאوترבך הייתה צריכה לעמוד על 893 מיליון ₪. כלומר שעל פי מחקרם של ברק ולאوترבך שווי החברה על פי הערכת השווי של דלוייט בתוספת פרמיית השליטה הינו כ-3.7 מיליארד ₪.
- 8.16. מחקר נוסף שנערך על ידי המחלקה הכלכלית ברשות ני"ע נמצא כי טווח פרמיית השליטה נע בין 19% ל-30% בהתאם לכוח המיקוח של הצדדים בעסקה. נציין בהקשר זה כי בעסקאות מסוג מיזוג משולש הופכי כוח המיקוח של הציבור קטן משמעותית משאר בהצעות רכש רגילות וזאת משום ששיעור ההסכמה האקטיבי הנדרש נמוך משמעותית, שכן בהצעת המיזוג המשולש ההופכי של הראל נדרשת הסכמה של 50% באספה הכללית בניגוד להסכמה אקטיבית של 95% מכלל בעלי המניות בהצעת רכש רגילה.
- 8.17. חוות דעת של פרופ' אריה בבצ'וק, אשר הוזמנה ע"י הוועדה להגברת התחרותיות במשק קבעה כי פרמיות השליטה המשולמות בישראל גבוהות משמעותית ביחס לפרמיות השליטה בעולם.
- 8.18. מספר מחקרים בתחום מצאו שישנו יש קשר שלילי בין תחרות בשוק המוצרים לבין שווי השליטה. הדבר נמצא נכון הן בשווקים המאפיינים בבעלות ריכוזית והן בשווקים המתאפיינים בבעלות מבוזרת<sup>16</sup>. משמעות הדבר במקרה שלנו הינה שפרמיית השליטה בשוק כרטיסי האשראי צריכה להיות גבוהה מהממוצע, שכן זהו שוק המאופיין בתחרות נמוכה.
- 8.19. **מחקרם של Schroth & Albuquerque הצביע על הבדלים בגודל גרעין השליטה בחברות והראה כי ברוב המקרים עלייה בגודל גרעין השליטה מצביע על עלייה בשיעור פרמיית השליטה<sup>17</sup>.**
- 8.20. גם החוקרים Mihir A. Desai and C. Fritz Foley<sup>18</sup> מצאו במחקרם שהתפרסם ב *Journal of finance* שישנו קשר ישיר בין גודל גרעין השליטה לבין שיעור פרמיית השליטה.
- 8.21. על כן, במקרה שלפנינו הצעת הראל הייתה אמורה לשקלל בתוכה פרמיית שליטה גבוהה יותר שכן בהצעתה היא רוכשת שליטה מלאה של 100% בישראל, זאת לעומת הצעת מנורה לרכישה של 32% מהמניות בלבד.
- 8.22. מבלי להיכנס בחוות דעת זו לצדדים המשפטיים, אנו מעוניינים להפנות גם לדבריה של עו"ד איריס ציבולסקי-חביליו (סגנית מנהלת המחלקה המשפטית ברשות) שנאמרו במסגרת החלטת רשות ניירות ערך מיום 23.7.2001 בה קבעה הרשות: "הסכם הצבעה היוצר שליטה בחברה אינו אפשרי ללא הצעת רכש"<sup>19</sup>. במסגרת ההחלטה צוטטה עו"ד ציבולסקי-חביליו:

<sup>15</sup> Ronen Barak & Beni Lauterbach, Estimating the Private Benefits of Control from Partial Control. Transfers: Methodology and Evidence, 2 INT'L J. CORP. GOV. 183 (2011)

<sup>16</sup> R. Griffith, 'Product Market Competition, Efficiency and Agency Costs: An Empirical Analysis', IFS Working Papers W01/12, Institute for Fiscal Studies, 2001

<sup>17</sup> R. Albuquerque and E. Schroth, 'Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades', Journal of Financial Economics, Elsevier, 96(1), 2010, pp. 33-55

<sup>18</sup> The Value of Control and the Costs of Illiquidity," by Mihir A. Desai and C. Fritz Foley, published in the Journal of Financial Economics, vol. 80, no. 2, May 2006, pp. 259-292.

<sup>19</sup> אתר רשות ניירות ערך, הודעות ופרסומים, הודעות לעיתונות, 2001

”שליטה שווה כסף, בחברה שבה אין בעל שליטה, השליטה מצויה בידי כל בעלי המניות. אם מישהו רוצה לקנות אותה מהם הוא חייב לשלם תמורתה.”

8.23. המסקנה היא כי **ישנה חובה להוסיף את פרמיית השליטה** כאשר מבצעים הערכת שווי לחברה שבה הרוכש רוכש גם גרעין שליטה.

**סיכום – תמחור פרמיית השליטה בישראל**

8.24. פרמיות השליטה בישראל על פי רוב המחקרים נעות בטווח של 27%-30% מההון העצמי.

8.25. על פי המחקרים שהצגנו על הראל לשלם פרמיית שליטה גבוהה יותר שכן על פי הצעתה היא רוכשת שליטה מלאה בחברה וזאת בניגוד להצעת מנורה לרכישה של גרעין שליטה של 32% בלבד.

8.26. על פי המחקרים שהצגנו, פרמיית השליטה על חברת ישראלכרט נעה בין 27%-30% מההון העצמי של החברה. **כלומר, פרמיית השליטה הראויה שעל רוכש פוטנציאלי לשלם עבור רכישת השליטה בחברת ישראלכרט, הינו כ-750-840 מיליון ₪.**

**9. הערכת שווי לחברת ישראלכרט באמצעות מודל DCF**

- 9.1. לצורך הערכת השווי, ביצענו הערכה מלאה של כל אחד מסעיפי הרווח וההפסד בדוחות החברה תוך אימוץ הערכות שמרניות בנוגע לשיעור ההיוון ובנוגע לצמיחה העתידית של החברה, וזאת על מנת לאמוד את שוויה ההוגן האמיתי של החברה.
- 9.2. להלן ההערכות אשר שימשו אותנו להערכת הרווח הנקי השנתי הצפוי לחברה בשנה המייצגת:
  - א. **שיעור הצמיחה** - לאור הצמיחה המפורטת לעיל בשנים האחרונות בשימוש בכרטיסי אשראי הערכנו כי שיעור הצמיחה בשנים הקרובות ימשך אך ילך ויפחת משיעור של 8% לשיעור של 6.5% בשנה המייצגת. שיעור צמיחה זה הינו שיעור צמיחה פרמננטי ריאלי שכן הוא מכיל בתוכו צמיחה טבעית של המשק, אינפלציה, וגידול בצריכה לנפש.
  - ב. **הכנסות מריבית נטו** – בסעיף זה בחרנו להיות שמרניים יותר מתחזיות הנהלת החברה. לאור התחרות הגואה בתחום זה הערכנו כי שיעור הצמיחה ילך ויפחת עד 3% בשנה מייצגת.
  - ג. **הפסדי אשראי** - בנוגע להפסדי אשראי הערכנו כי על מנת לצמוח בשוק האשראי בצורה אגרסיבית יהיה על החברה להעניק הלוואות שיובילו להפסדי אשראי גבוהים של כ-10% מידי שנה. עליה בהפסדי האשראי צפויה לנבוע גם מהערכתנו לגידול בתיק האשראי, וגם בשל אירועי כשל פירעון שצפויים לעלות עם סביבת הריבית המתגרת בעת הנוכחית.
  - ד. **הוצאות תפעול** - למרות תוכנית ההתייעלות של החברה, הנחנו כי בעקבות הצמיחה הוצאות התפעול של החברה יעלו ב 3% בלבד בשנה.
  - ה. **הוצאות מכירה ושיווק** - הערכנו כי אלו יגדלו בשיעור קצב הגידול של השימוש בכרטיסי אשראי.
  - ו. **הוצאות הנהלה וכלליות** - הערכנו כי אלו יגדלו בשיעור קצב הגידול של השימוש בכרטיסי אשראי ובתוספת עליה ריאלית בשיעור של 3% לשנה.
  - ז. **תשלומים לבנקים** - עוד הערכנו כי התשלומים לבנקים ימשיכו ויעלו בשיעור של 6% בשנה.

[https://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2001/Pages/Securities-Authority-stated\\_Author-voting-agreement-control-in-not-possible-without-a-tender-offer.aspx](https://www.isa.gov.il/%D7%94%D7%95%D7%93%D7%A2%D7%95%D7%AA%20%D7%95%D7%A4%D7%A8%D7%A1%D7%95%D7%9E%D7%99%D7%9D/175/2001/Pages/Securities-Authority-stated_Author-voting-agreement-control-in-not-possible-without-a-tender-offer.aspx)

9.3. בהתאם להערכות אלו הגענו לתחזית רווח נקי המוצגת בטבלה שלהלן. לשם ההשוואה בלבד, אנו מציגים את תחזיותינו בהשוואה לתחזיות (המוערכות על ידנו, משום שאלה לא פורסמו במלואן) של דלוייט.

ניתן לראות כי תחזיות דלוייט שמרניות מעט יותר מהתחזיות שלנו (אך לא בהפרשים ניכרים).

שנה	2023	2024	2025	2026	מייצגת
Macro	253	292	323	345	353
Deloitte	290	300	310	325	340

9.4. מעבר להערכות הרווח השנתי הצפוי בשנה המייצגת, ערכנו תחזיות לגבי שיעור ההיוון של החברה ו בנוגע לשיעור הצמיחה הפרמננטי הצפוי של החברה.

- א. שיעור התשואה הממוצעת על ההון של חברת ישראלרש בחמשת השנים האחרונות (בנטרול שנת הקורונה ובנטרול הוצאות חריגות) עומד על 10.84% לשנה.
- ב. מכפיל ההון ההיסטורי הממוצע של חברת ישראלרש מיום הנפקתה ועד היום עומד על 0.96 (זאת חלף מכפיל ההון ביום מסוים, שבו בחרו בדלוייט לעשות שימוש, ואשר עמד על 0.74).
- ג. על כן שיעור ההיוון הנגזר שבו השתמשנו להערכת השווי הינו 11.29%.
- ד. בנוגע לצמיחה הפרמננטית - לאור תחזיות הצמיחה האגרסיביות של החברה וקצב צמיחת הסקטור כולו, אנו מעריכים כי שיעור הצמיחה בשנים הקרובות צפוי להמשיך ולהיות גבוה במיוחד. עם זאת, לאור סיכוני התחרות המתגברת בשוק האשראי, ולאחר שמרנות יתרה, אנו מעריכים את שיעור הצמיחה הפרמננטית בשיעור של 4.5% בלבד.

9.5. בהתאם לכל הערכות אלו – על פי מודל DCF הגענו למסקנה ששוויה של

**חברת ישראלרש עומד על כ- 3.97 מיליארד ₪.**

10.84%	תשואה ממוצעת על ההון
0.96	מכפיל הון היסטורי
11.29%	תשואה על ההשקעה
11.29%	שיעור היוון
4.50%	צמיחה פרמננטית
3,970	שווי (מיליוני ₪)

9.6. להלן טבלת רגישות להערכת השווי כפונקציה של שיעור הצמיחה ושיעור ההיוון:

		שיעור היוון					
		10.70%	11.00%	11.30%	11.60%	11.90%	3,970
		4,107	3,924	3,756	3,602	3,459	4.00%
		4,155	3,968	3,796	3,638	3,492	4.10%
		4,205	4,012	3,836	3,675	3,526	4.20%
		4,256	4,058	3,878	3,712	3,560	4.30%
		4,309	4,106	3,921	3,751	3,595	4.40%
		4,363	4,155	<b>3,965</b>	3,791	3,632	4.50%
		4,420	4,205	4,010	3,832	3,669	4.60%
		4,478	4,257	4,057	3,874	3,707	4.70%
		4,538	4,311	4,105	3,918	3,747	4.80%
		4,600	4,366	4,155	3,963	3,787	4.90%
		4,664	4,424	4,206	4,009	3,829	5.00%

טווח לוח"ט

- 9.7. נציין כי לשווי זה יש להוסיף פרמיית שליטה בשיעור של 27%-30% מההון העצמי בעת רכישה גרעין שליטה או רכישה מלאה, כמפורט לעיל, סכום זה עומד על 756-840 מיליון ₪.
- 9.8. **לפיכך, השווי ההוגן הכולל של החברה אליו הגענו בתוספת פרמיית השליטה, בהתאם למודל ה-DCF ובהערכות שמרניות משמעותיות מהערכות החברה עצמה עומד על 4.72-4.8 מיליארד ₪.**

**10. השוואת עסקת כלל מקס לעסקאות המוצעות – על פי שיטת המכפילים**

- 10.1. ביום 12.8.2022 נחתמה עסקת רכישה בין כלל למחזיקי חברת מקס (WPI חברת אחזקות שהחזיקה כ 70% ממניות מקס, מנורה מבטחים שהחזיקה 9%, עמיתי כלל 9%, אלייד אחזקות שהחזיקה 5%, וכן מספר בעלי מניות יחידים) במסגרת העסקה נרכשה חברת מקס לפי שווי של 2.47 מיליארד ₪.
- 10.2. לצורך העסקה מינה דירקטוריון כלל את BDO זיו האפט, יועץ חיצוני ובלתי תלוי לצורך קבלת הערכת שווי בקשר עם העסקה. כמו כן ובנוסף, מינה הדירקטוריון את ברנע יעוץ כלכלי ופיננסי בע"מ, לצורך בחינת הוגנות (Fairness) הערכת השווי שבוצעה בקשר עם העסקה. הערכת השווי וכן בחינת ההוגנות נידונו בהרחבה בידי דירקטוריון כלל.
- 10.3. מקס הינה חברה מתחרה ודומה מאוד בתחומי פעילותה לחברת ישראלכרט, ההון העצמי של חברת מקס עמד נכון ליום 31.12.22 על 1.65 מיליארד ₪. שווי הרכישה בעסקת כלל-מקס עמד על 2.47 מיליארד, כלומר מכפיל הון של 1.49.
- 10.4. ההון העצמי של חברת ישראלכרט נכון ליום 31.12.22 עומד על 2.8 מיליארד ₪. כלומר, רכישה של ישראלכרט לפי מכפיל הון זהה למכפיל הון בו נרכשה מקס, היה מוביל לשווי רכישה של **4.62 מיליארד ₪**.
- 10.5. התשואה הממוצעת על ההון של חברת מקס בחמש השנים האחרונות עמדה על 9.64% והרווח הנקי עמד בחמש השנים האחרונות על ממוצע של 150.6 מיליון ₪. כלומר הרכישה בוצעה לפי מכפיל רווח (היסטורי) של 16.4.
- 10.6. הרווח הנקי הממוצע בחמש השנים האחרונות של חברת ישראלכרט עמד על 226.6 מיליון ₪ בשנה. כלומר, רכישה של ישראלכרט זהה למכפיל הרווח בו נרכשה מקס (16.4), היה מוביל לשווי רכישה של **3.716 מיליארד ₪**.
- 10.7. להלן טבלת השוואה בין עסקת כלל-מקס לבין העסקאות המוצעות ע"י הראל ומנורה:

	הצעת מנורה	הצעת הראל	כלל-מקס	שווי ישראלכרט לפי כלל
מכפיל הון	1.24	1.15	1.49	4,602
מכפיל רווח היסטורי	15.44	14.56	16.4	3,716
שווי עסקה	3,500	3,300	2,470	3,716-4,602
הון עצמי בספרים	2,860	2,860	1,650	2,860

- 10.8. **על פי שיטת המכפילים ועל בסיס עסקת כלל-מקס, שווי חברת ישראלכרט עומד בטווח שבין 3.7 מיליארד ₪ ל 4.6 מיליארד ₪. נתון זה מאשרר את הערכת השווי שלנו באמצעות מודל DCF.**

## 11. ניתוח הכשלים בחוות דעת דלוייט

ביום 20.02.2023 פרסמה החברה דוח מידי בדבר זימון אסיפה כללית מיוחדת של בעלי המניות של החברה<sup>20</sup>. בנספח ב' צורפה "תמצית עיקרי הערכת שווי" של חברת דלוייט, לפיה שווי החברה הינו בטווח של 2.6 ל 2.8 מיליארד ₪. בהערכת השווי של דלוייט נפלו כשלים רבים וסתירות פנימיות:

- 11.1. **כשלים בהערכת שיעור ההיוון** – על פי הערכת דלוייט מחיר ההון העצמי הינו בטווח שבין 13% ל- 14%. נתייחס לנימוקי דלוייט בעניין זה על פי תתי הסעיפים לפרק 8 של נספח ב' (אשר צורף לדוח זימון האסיפה לאישור עסקת המיזוג עם הראל).
- א. בסעיף זה מעריכי השווי של דלוייט גורסים כי חברת ישראל הינה חברה פיננסית ואינה חברה תפעולית, ועל כן לגישתם יש להשתמש במחיר ההון העצמי (Ke) ולא במחיר ההון המשוקלל (WACC) כמקובל בחברות תפעוליות.
- הסתירה הקשה הראשונה בחוות דעת דלוייט הופיעה מספר שורות קודם לכן בסעיף 7(א), בו הסבירו מעריכי השווי מהו מודל NAV להערכת שווי חברות ומדוע אינו מתאים במקרה זה. על פי דלוייט "השיטה נפוצה בחברות אחזקה בהן מספר תחומי פעילות שונים או חברות גדולות". שיטה זו פחות מתאימה לחברות תפעוליות [הטעות "אחזקה" ולא "החזקה" הינה במקור].
- התקשנו להבין את הדעה של דלוייט - האם לדעתם החברה הינה חברה פיננסית או חברה תפעולית. ובכל אופן, אם משתמשים במודל DCF, כאשר החברה תפעולית, לא ניתן לקבוע לצד זאת כי החברה אינה תפעולית על מנת להעלות את מחיר ההון שלה בצורה מלאכותית. את דעתנו לסוגיה אנו מציגים בהערכת השווי שלנו, אך נציין כבר כאן, כי בחמש השנים האחרונות 81.3% מהכנסות החברה היו מפעילות הנפקה וסליקה שהינה פעילות תפעולית.
- ב. שגיאה בקביעה כי אין קבוצת מדגם לייחוס - בתת סעיף ב של סעיף 8 כותבים מעריכי השווי מדלוייט, כי "מאחר שאין בישראל חברות נסחרות דומות, ישנו קושי ביצירת קבוצת מדגם שעל בסיסה ניתן לאמוד את שיעור ההיוון". גם כאן סתירה פנימית קשה ביותר מתגלה כבר בתת סעיף ג', במסגרתו קובעים מעריכי השווי כי "מאחר שחלק מרכזי בפעילות החברה הינו פעילות מימונית, ניתן להשוות את שיעורי ההיוון במסגרת הערכת השווי, לשיעורי היוון מקובלים במערכת הבנקאית".
- עוד נציין, כי מעבר לסתירה פנימית זו, הרי שגם הקביעה כי אין בישראל חברות נסחרות דומות – שגויה מהיסוד. לעמדתנו, ישנן חברות אשראי חוץ בנקאי ציבוריות רבות, שיכולות להיות קבוצת מדגם מייצג.

ננסה לסכם הסתירות שעלו עד כה בהערכת השווי של דלוייט:

- לעמדת דלוייט, לא ניתן להשתמש במודל NAV כי מדובר בחברה חברה תפעולית ולא הונית. בסתירה לכך, יש לקבוע את שיעור ההיוון כמחיר ההון העצמי (Ke) כמקובל בחברות פיננסיות ולא כמחיר ההון המשוקלל (WACC) המקובל בחברות תפעוליות.

<sup>20</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי החברה, אסמכתא 2023-01-016063

- יש קושי ביצירת קבוצת מדגם לקביעת שיעור ההיוון כי אין חברות סחירות דומות. בסתירה לכך, מכיוון שחלק מרכזי בפעילות החברה הינה פעילות מימונית, ניתן להשוות את שיעור ההיוון לשיעורי היוון מקובלים במערכת הבנקאית.

ג. שגיאה בהערכת כי הבנקים מהווים קבוצת ייחוס - בסעיף 8 (תת סעיף ג') לתמצית חוות הדעת של דלוייט, מוצגים "נתונים", הערכות, ומספרים ללא ביסוס כלשהו. וכך נכתב: "ניתן להעריך את רמת התשואה הנורמטיבית להון של הבנקים בטווח של 12%-13%. להערכת מעריך השווי, החברה מצויה בדרגת סיכון גבוהה יותר מהבנקים בישראל, עקב גודלם העודף של הבנקים והפיזור הרחב יותר של פעילותם. לפיכך העריך יותר של פעילותם. לעומת זאת, העצמי מתאים לחברה, בהתבסס על השוואה זו, עומד על כ 13% עד 14%". בסתירה לכך, בסעיף 8 תת סעיף (ה) של אותו פרק לאותה חוות דעת ממש, מוצגות התשואות על ההון של חמשת הבנקים הגדולים, כאשר אלה נעות בין 15% ל 21%. לאחר הצגת הנתונים השגויים, של קבוצת השוואה שכלל אינה רלוונטית (גם לדעתנו וגם לדעת תת סעיף ב'), קובע מעריך השווי על בסיס הנתונים השגויים, מחיר הון עצמי גבוה באחוז וזאת ללא כל הסבר נוסף לקביעת המרווח.

עוד נוסף ונציין כי אם רצה מעריך השווי להשוות בין התשואות על ההון של הבנקים, היה עליו להשוות אותן לתשואות על ההון במגזר המימון של חברת ישראלרטר אשר עמד בשנת 2022 על 21.7%<sup>21</sup>.

ד. בתת סעיף ד', גורסים כותבי חוות הדעת כי "הגישה הגוזרת את מחיר ההון על בסיס מחירי השוק של הבנקים מתאימה יותר, מאחר שחישוב ביטא (מודל CAPM) מתבסס על נתונים היסטוריים, בעוד שמחירי השוק משקפים צפיות עתידיות ונכון למועד הערכת השווי רמות אי הוודאות במשק עלו".

ראשית, תמיד ביטא מחושבת על בסיס נתונים היסטוריים ותמיד מחירי השוק משקפים צפיות עתידיות – על כן לא ברור ההסבר של כותבי חוות הדעת בהקשר זה. שנית, כותבי חוות הדעת מציינים כי רמות אי הוודאות במשק עלו, אך אין הם מתייחסים לכך שבעקבות העלאות הריבית והאינפלציה רווחי הבנקים והתשואות על ההון זינקו בשנה האחרונה בלא פחות מ 40% (!) ועל כן לא ניתן להשתמש בתשואות על ההון בשנה האחרונה כתשואה מייצגת על ההון. וודאי שלא, לחברה שכותבי חוות הדעת עצמם כתבו שהינה חברה תפעולית ולא פיננסית, ושעה שלגישתם ישנו קושי ביצירת קבוצת מדגם שעל בסיסה ניתן לאמוד את שיעור ההיוון.

ה. שגיאה בהערכת מכפיל ההון - בתת סעיף ה', בנוסף לכל הכשלים, מוסיפים כותבי חוות הדעת טעות קריטית נוספת המשפיעה בעשרות אחוזים על השווי, כאשר הם עושים שימוש בחישוב מחיר ההון העצמי הנגזר (תשואה להון חלקי מכפיל הון) במכפיל הון בתאריך 1.1.23. כותבי חוות הדעת יכולים לנמק זאת בכך שזהו התאריך של הערכת השווי. אולם גם אם כן, לצורך הערכה של מחיר הון מייצג יש להשתמש במכפיל הון מייצג! מכפיל ההון הממוצע של חברת ישראלרטר עמד מיום הנפקתה ועד 1.1.23 על ממוצע של 0.96, מכפיל זה גבוה ב 29.7% ממכפיל ההון בו השתמשו מעריכי השווי, ושימוש בו מוריד את שיעור ההיוון של החברה מ 13.5% לשיעור היוון של 10.4%.

<sup>21</sup> ראה: עמוד 244 לדוחות הכספיים השנתיים של החברה.



11.2. **כשלים בהערכת התזרים העתידי** – על פי האמור בתמצית הערכת השווי של דלוייט,

אומנם דירקטוריון החברה הזמין הערכת שווי חיצונית ובלתי תלויה, כביכול. עם זאת, בהערכת שווי בלתי תלויה יש לדעתנו להסתמך על הערכות שביצע המזמין (במיוחד לאחר שאושר בדירקטוריון ופורסמו לציבור בסמוך לכך) ובהתאם אליהם לבצע את הערכת השווי. כלומר, המצב שבו דירקטוריון החברה משתכנע בתחזיות ההנהלה ומאשר אותן, ומצד שני מאשר את מכירת החברה להראל על סמך הערכת שווי שסותרת את הערכותיו בנוגע לרווחיות החברה בשנים הקרובות – הינו מצב שאינו סביר להערכתנו.

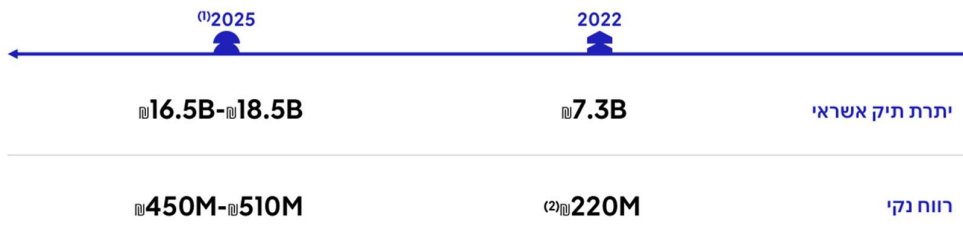
בעוד הנהלת חברת ישרכארט מעריכים כי הרווח הנקי יעמוד ב 2025 על 450-510 מיליון ₪, דלוייט העריכו את הרווח בשנה המייצגת (להערכתנו) בכ 340 מיליון ₪ בלבד, כלומר הפחתה הנמוכה בכ 24.4% מהרף הנמוך של התחזית ושל 33% מהרף העליון של התחזית!

מאחר ומדובר בהערכת שווי שאמורה לעזור לדירקטוריון לתמחר את החברה לקראת מכירה, ראוי היה שלכל הפחות יוצג תרחיש נוסף בהערכת השווי שלוקח בחשבון את תחזית הרווח המקובלת על הנהלת ודירקטוריון החברה, גם אם היא אינה מקובלת על דלוייט.

נציין כי במסגרת עדכון הצעת הרכש של מנורה מיום 15.3.2023, פרסמה מנורה מצגת בה כתבה כי "הערכת השווי שקיבל דירקטוריון ישראלכרט, התעלמה מתחזיות הנהלת החברה".

על כן, הגיבה דלוייט במכתב מיום 16.3.2023, במסגרתו הודתה בפה מלא כי "מודל הערכת השווי שגיבשנו מבוסס על הנחות שונות שחלקן תואמות את הנחות ישראלכרט וחלקן שונות".

להלן תחזית הרווח הנקי של ישרכארט מתוך מצגת המשקיעים שפורמה במקביל לדוחות 2022 של החברה:



11.3. **כשלים בתחזית הצמיחה הפרמננטית** – בסעיף 9 (ב) לתמצית הערכת השווי שצורפה

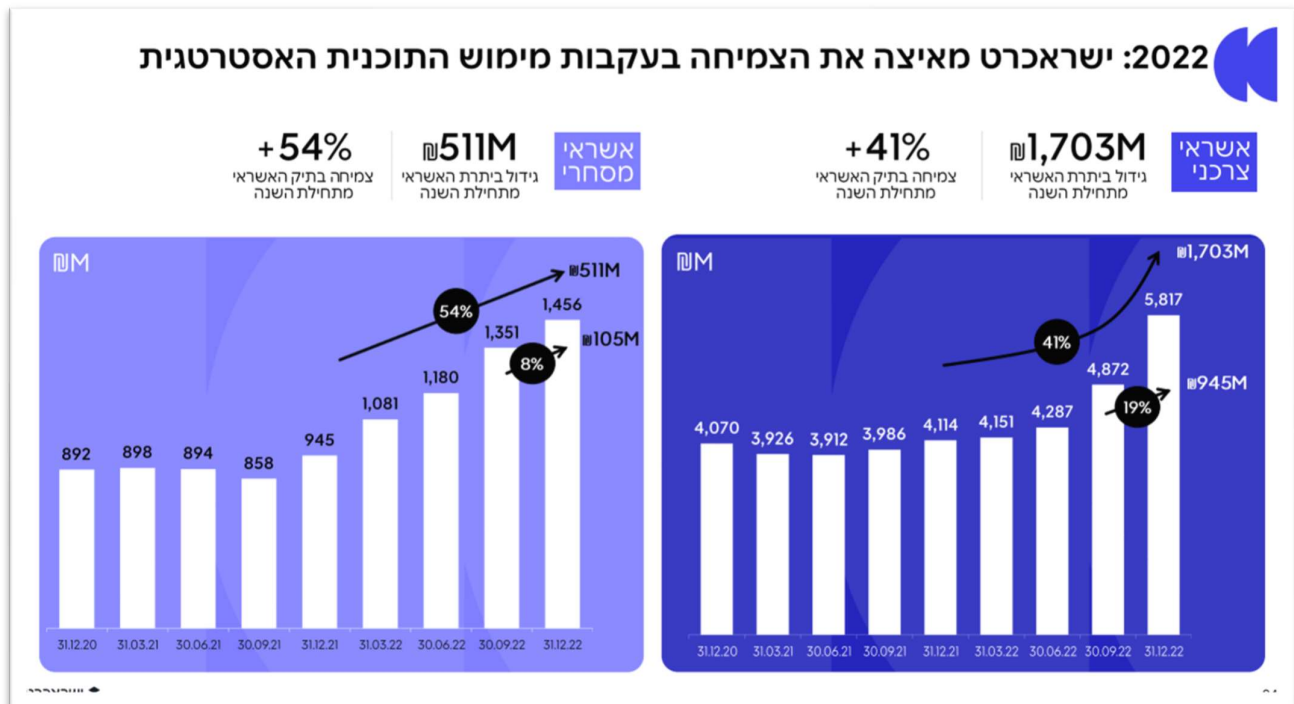
לדוח הזימון, מציין מעריך השווי כי להערכתו תהיה צמיחה משמעותית של 8%-10%, ומדגיש כי הצמיחה צפויה להימשך. וכך הוא כותב:

"המודל בבסיס הערכת השווי מניח המשך צמיחה משמעותית של 8-10% במחזורי ההנפקה וצמיחה של 7-8% במחזורי הסליקה... הנחה נוספת היא כי לא צפויה ירידה נוספת בשיעור העמלה הצולבת... הערכת השווי מניחה שמירת מרווח ריבית או שחיקה מצומצמת בלבד במרווח הריבית. כמו כן הערכת השווי מבוססת על ההנחה כי פעילות האשראי הינה מנוע הצמיחה המרכזי של החברה וכי הצמיחה שחווה החברה בתקופה האחרונה תימשך, אם כי בקצב מתון יותר."

ואז, ללא כל הסבר, בסעיף 10 (ו) (2) נכתב (ללא שום הסבר נוסף) **כי טווח שיעור הצמיחה הפרמננטית בבסיס המודל הינו 3-4%**. נציין, כי להשפעת תחזית הצמיחה יש השפעה של **מאות מיליוני שקלים על הערכת השווי** – וזו נקבעה בסתירה מוחלטת לכל הכתוב לגבי שיעורי הצמיחה של החברה ושיעורי הצמיחה בשוק בו פועלת החברה, באופן מעורר תמיהה. בהקשר זה ראוי גם לציין את מצגת חברת ישרכארט שפורסמה במקביל לדוחות הכספיים לשנת 2022 אשר נשאה את הכותרת **"ישרכארט – מאיצה את קצב הצמיחה"**:



במסגרת המצגת – בשקף הרביעי, החברה הציגה את שיעורי הצמיחה שלה באשראי הצרכני ובאשראי המסחרי:



11.4. **אי הוספת פרמיית שליטה** – כפי שכתבנו ונימקנו בהרחבה בפרק 8 לחוות דעת זו, ישליטה שווה כסף, בחברה שבה אין בעל שליטה, השליטה מצויה בידי כל בעלי המניות. אם מישהו רוצה לקנות אותה מהם הוא חייב לשלם תמורתה". **בהערכת השווי של דלוייט לא חושבה פרמיית שליטה כנדרש בהערכת שווי מסוג זה(!)**.



## 12. הצגת מודל דלוייט עם התיקונים הנדרשים

בחלק זה התחקנו אחר מודל דלוייט ככל שיכולנו על פי הנתונים אשר פורסמו בנספח ב' לזימון. למעשה, ניסינו לשחזר את התזרים החזוי של דלוייט על פי שיעור ההיוון, שיעור הצמיחה והתוצאה הסופית שהוצגה ע"י מעריכי השווי.

כאמור, מהניתוח שביצענו, להערכתנו דלוייט העריכו את הרווח הנקי בשנים הבאות באופן הבא:

שנה	2023	2024	2025	2026	מייצגת
רווח נקי	290	300	310	325	340

תחזית זו, גם אם אינה זהה במדויק לתחזית דלוייט מובילה להערכת שווי זהה לזו שהגיעה דלויט (כ-2.7 מיליארד ₪) – וזאת כאשר משתמשים בשיעור היוון זהה לזה שהשתמשה דלוייט (13.5%) ובשיעור הצמיחה זהה לזה שהשתמשה דלוייט (3.5%).  
בסקירה להלן, תיקנו את הפגמים שזיהינו בהערכת דלוייט והצגנו את השפעתם על תוצאת המודל והערכת השווי.

### 12.1. מודל דלוייט בתיקון שיעור ההיוון מ 13.5% ל 11.2%

כאשר כל שאר הפרמטרים האחרים קבועים, על פי מודל דלוייט עם תיקון שיעור ההיוון בלבד מתקבל שווי של 3.53 מיליארד ₪.

8.32%	תשואה ממוצעת על ההון
0.74	מכפיל הון ליום שערך
11.2%	תשואה על ההשקעה
11.2%	שיעור היוון
3.50%	צמיחה פרמננטית
3,538.4	שווי (במיליוני ₪)

### 12.2. מודל דלוייט בתיקון שיעור הצמיחה מ 3.5% לשיעור צמיחה של 4.5%

כאשר כל שאר הפרמטרים האחרים קבועים, על פי מודל דלוייט עם תיקון שיעור הצמיחה בלבד מתקבל שווי של 2.9 מיליארד ₪.

8.32%	תשואה ממוצעת על ההון
0.74	מכפיל הון ליום שערך
11.2%	תשואה על ההשקעה
13.5%	שיעור היוון
4.50%	צמיחה פרמננטית
2,901.9	שווי (במיליוני ₪)

### 12.3. מודל דלוייט בתיקון תחזית הרווח הנקי

כאשר כל שאר הפרמטרים האחרים קבועים, על פי מודל דלוייט עם תיקון תחזית הרווח הנקי (רק בשנה המייצגת) לרף הנמוך בתחזית הנהלת חברת ישרכארט לשנת 2025, וברף הגבוה רק לשנה המייצגת, כך שתחזית הרווח הנקי תהיה:

שנה	2023	2024	2025	2026	מייצגת
רווח נקי	290	300	450	480	510

כאשר כל שאר הפרמטרים האחרים קבועים, על פי מודל דלוייט עם תיקון התזרים בלבד על פי תחזיות הנהלת ישרכארט, מתקבל שווי חברה של 3.79 מיליארד ₪.

8.32%	תשואה ממוצעת על ההון
0.74	מכפיל הון ליום שערור
11.2%	תשואה על ההשקעה
13.5%	שיעור היוון
3.50%	צמיחה פרמנטית
3,793.0	שווי (במיליוני ₪)

12.4. מודל דלוייט בתוספת פרמיית שליטה

בסעיף זה אנו בוחרים לאמץ את מחקרם של דיק וזינגלס שהינו המחקר המקיף ביותר מבין המחקרים שצינו, ואשר על פיו פרמיית השליטה הממוצעת בישראל שווה ל 27% מההון, כלומר בענייננו כ 756 מיליון ₪. על כן, שווי החברה על פי דלוייט בתוספת פרמיית השליטה שווה ל 3.45 מיליארד ₪.

12.5. מודל דלוייט בתיקון כלל הכשלים

כאשר מבצעים תיקון של כלל הכשלים אותם סקרנו, שווי חברת ישרכארט מגיע ל 5.6 מיליארד ₪! שווי זה אכן גבוה מאוד גם ביחס למחירי השוק וגם ביחס להצעות אותן קיבלה חברת ישרכארט, אך מקרה זה מייצג מצב שבו החברה עומדת ביעדים שאפתניים במיוחד, אשר אושרו על-ידי דירקטוריון החברה עצמו, ואשר מובילים אותה להיות חברה עם רווח נקי של 510 מיליון ₪ והון עצמי של כ 4.8 מיליארד ₪. **במצב עולם זה מדובר בחברה עם מכפיל רווח של 10.98 ומכפיל הון של 1.16 אשר הינם סבירים ביותר עבור חברה שמציגה עמידה ביעדים שאפתניים אלו.**

8.32%	תשואה ממוצעת על ההון
0.74	מכפיל הון ליום שערור
11.2%	תשואה על ההשקעה
11.2%	שיעור היוון
4.50%	צמיחה פרמנטית
5,621.4	שווי (במיליוני ₪)

ובתוספת פרמיית שליטה של 756 מיליון ₪ מתקבל שווי של כ 6.37 מיליארד ₪. לאור התוצאה החריגה, אנו מציגים גם טבלת רגישות של השווי ביחס לרווח החברה בשנה מייצגת ממנה ניתן ללמוד את רמת הרגישות של שווי החברה לתחזית בשנה המייצגת:

		שיעור היוון					
11.00%	11.10%	11.20%	11.30%	11.40%	6,377		
4,736	4,678	4,622	4,567	4,514	310	שנה מייצגת	
4,919	4,857	4,797	4,739	4,683	330		
5,101	5,036	4,973	4,911	4,852	350		
5,284	5,215	5,148	5,084	5,021	370		
5,467	5,394	5,324	5,256	5,190	390		
5,649	5,573	5,500	5,428	5,359	410		
5,832	5,752	5,675	5,600	5,528	430		
6,014	5,931	5,851	5,773	5,697	450		
6,197	6,110	6,026	5,945	5,866	470		
6,380	6,289	6,202	6,117	6,034	490		
6,562	6,468	6,377	6,289	6,203	510		

תחזית הנהלת החברה, גם להערכתנו, אופטימיות מאוד ומובילה גם לשווי גבוה מאוד. לכן, מודל הערכת השווי שלנו מתבסס על תחזיות שמרגיות וזהירות בהרבה מאלו של הנהלה.

### 13. התייחסותנו לחוות דעת יוג'ין קנדל

13.1. טרום התייחסותנו העניינית לחוות דעתו של פרופ' יוג'ין קנדל, נציין כי **חוות דעתו סותרת**

**סתירה קשה את העקרונות שנקבעו בפסיקת קיטאל**, ואשר אותם פרטנו בפרק המתודולוגיה בסעיף 7.1.ג:

- א. פרופ' קנדל משתמש בשווי השוק של החברה, ולא במקורות השווי הנובעים ישירות ממנה.
- ב. פרופ' קנדל מסתמך על חוות הדעת של Deloitte שבה, בניגוד מוחלט לקבוע בפסיקה, לא נכללו הרווחים הצפויים של החברה כפי שהוערכו על ידי החברה.
- ג. פרופ' קנדל לא מוסיף לשווי השוק ולא להערכת דלוייט את פרמיות השליטה.

13.2. נרחיב ונדגיש אל מעבר לסעיף 7.1 לחוות דעתנו, כאשר נצטט קטע נוסף מפסק דין קיטאל

(פס' 60), העוסק בנושאים אלו:

"בעניין עצמון נקבע, כפי שנקבע בהחלטות בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל ובעניין נאות אביב שלפנינו, כי במרביתם של המקרים אין לקרוא את המונח "שווי הוגן" שבסעיף 338 לחוק החברות כשווי שוק גרידא [ראו סעיפים 52-56 בעניין עצמון והאסמכתאות שם; אירית חביב-סגל דיני חברות - לאחר חוק החברות החדש כרך ב, 542-543, 598-610 (2004) (להלן: חביב-סגל)]. הוסבר כי כאשר הצעת הרכש המלאה נערכת על ידי בעל השליטה, כפי שהתרחש בעניין עצמון ובשלושת המקרים שלפנינו, **מתעורר חשש שהערכת מניית המיעוט על פי שווי השוק שלהן תוביל להערכת חסר של המניות ולהתעשרות של בעל השליטה על חשבון בעלי מניות המיעוט** [ראו: Lucian A. Bebchuk & Marcel Kahan, Adverse Selection and Gains to Controllers in Freezeouts, in Concentrated Corporate Ownership 247, 250 (Randall K. Morek ed., 2000)].

חשש זה נובע מיכולתו של בעל השליטה לבצע מניפולציות על מחיר המניה בשוק ולבחור את עיתוי הצעת הרכש כך שמניות המיעוט יירכשו על ידו במחיר נמוך משוויין האמיתי. הוסבר כי כוחו של בעל השליטה לבצע מניפולציות נובע מפערי המידע שבינו לבין בעלי מניות המיעוט מהציבור, כאשר בעל השליטה נהנה מיתרון מידע משמעותי (לדוגמא, נגישות למידע בדבר תוכניות עסקיות עתידיות של החברה אשר צפויות להשיא את שוויה), ומיכולתו כבעל שליטה לפעול להפחתת שווי המניות באופן זמני אף שמידע המצוי ברשותו מצביע על כך כי מדובר בירידה זמנית וכי שוויין האמיתי של המניות גבוה יותר. עוד הוסבר כי מאפיינים כלליים של שוק ההון משליכים אף הם על מידת אמינותה של הערכת שווי שוק וכי כאשר המסחר במניות דל והיקפו מצומצם הנחת התחרות המשוכללת בשוק נסתרת [ראו הביקורת החריפה של המלומדים האמריקאיים על השימוש בשווי שוק באסמכתאות המופיעות בסעיף 62 להלן; כמו כן, ראו ידידיה שטרן רכישת חברות 505, 517-518 (1996) (להלן: שטרן) הטוען, מעבר לטעמים האמורים, כי שווי השוק של המניה ממילא אינו זהה לשוויה ההוגן מכיוון שהוא מייצג את הערך השולי שלה (דהיינו את ערכה בעיני בעלי המניות המעוניינים למוכרה במחיר הנמוך ביותר) ולא את הערך הממוצע שלה].

ובמילותיהם של Hammermesh & Wachter :

"For the reasons noted above, using the market price to measure the value of the firm is simply not viable for the types of cases to which the appraisal remedy applies. As noted, the financial markets will price the firm based on the plans of the controller. If the market believes that the controller will under-manage the firm, the price will fall to reflect this fact. Critically, the controller is not deterred from doing so since the market for corporate control is absent. If the shares' current market price were used to value the firm, the controller would be encouraged to under-manage, since the more it did so, the less it would have to pay for the minority interest in a squeeze-out merger" (עמ' 132 שם).

ויפים גם דבריה של חביב-סגל בעניין זה :

**"כתוצאה מכך, אם הייתה מערכת המשפט מונחית אך ורק על פי מחירי השוק של החברה, כי אז, היא הייתה מספקת כלי בידיהם של בעלי השליטה על מנת לעשוק את המיעוט: אלה היו יכולים לנצל תנודות זמניות כלפי מטה במחירי השוק של המניות, על מנת "לרכוש החוצה" את המיעוט במחירים מוזלים" (חביב-סגל בעמ' 599).**

כמו כן יפים לעניין זה דבריו של בית המשפט המחוזי בעניין קיטאל בהחלטה מושא הערעור (בסעיף 6 להחלטה) :

**"לא יעלה על הדעת, כי שוויה הבורסאי של המניה המושפע, בין השאר, מהיקפי המסחר בה ורמת סחירותה, או מהעובדה שבעל שליטה מרכזי המחזיק במרבית מניות החברה, מעוניין להפחית או להעלות את מחיר המניה בבורסה בזמן נתון משיקולים שונים, ובכוחו כי רב לעשות כן, ישמש כבסיס, או כמדד עיקרי, לקביעת הוגנותו של המחיר ברכישה כפויה של מניות המיעוט. אם לא נגרוס כך נימצא מנטרלים, או משבשים, את האפקטיביות של הוראת סעיף 338(א) ומסכלים את התכלית אותה ביקש המחוקק להגשים, היינו שמירה מפני פגיעה כלכלית בניצעים, אשר מכירת המניות נכפתה עליהם."**

13.3. וראו גם את הדיון המקיף בסוגיה זו בסעיף 5 להחלטה הראשונה בעניין **נאות אביב**. זאת ועוד. מעבר לטעמים התיאורטיים והדוקטרינריים שפורטו בעניין עצמון ובספרה של חביב-סגל, אשר שוללים הסתמכות על שווי השוק כאינדיקציה לשווי הוגן, מן הראוי להפנות את תשומת הלב לקושי התיאורטי והפרקטי שמעוררת ההסתמכות על כלל של שווי שוק: בשלושת המקרים שלפנינו המחיר המוצע עבור המניות במסגרת שלוש הצעות הרכש היה גבוה משווי השוק שלהן. כלומר, הצעות הרכש כללו פרמיה מסוימת מעל מחיר השוק של המניה בתקופה שקדמה להצעת הרכש (כפי שעולה מהנתונים שהובאו לעיל, הפרמיות בהליכים שלפנינו נעות בין 20% ל-70%). פרמיה זו משקפת את המחיר שמוכן בעל השליטה לשלם על מנת "לרכוש החוצה" את בעלי מניות המיעוט ולהפוך את החברה לפרטית [לניתוח כלכלי של פרמיה זו ראו מאמרה של Stout והתייחסות לשאלת השווי ההוגן בעמ' 1284-1295 שם]. לפיכך, ככל שבית המשפט יידרש להסתמך על שווי שוק כאינדיקציה בלעדית וראשית לשווי הוגן, ייווצר קושי מבחינה פרקטית לקבוע מתי מדובר בפרמיה שמשקפת שווי הוגן ומתי לא."

13.4. נציין, כי לדעתנו המקצועית, על אף שפסק הדין עסק ברכישה ע"י בעל שליטה, אין אנו מוצאים הבדל ברמה המהותית בין בעל שליטה קיים המבצע הצעת רכש לבין חברה המעוניינת להפוך לבעלת שליטה בחברה, בעת שהיא מנסה לנצל תנודה זמנית כלפי מטה במחירי השוק של המניות על מנת "לרכוש החוצה" את בעלי מניות המיעוט במחירים מוזלים (ואכן, בעניינה של ישראל כרטא אכן התרחשו תנודות דרמטיות בשנה האחרונה, כאשר שווי השוק שלה היה גבוה במהלך השנה האחרונה אף מהשווי הכולל המשתקף בהצעת מנורה השלישית).

13.5. הערכת שווי – DCF מול שווי שוק

- א. פרופ' קנדל גורס בחוות דעתו (עמ' 3 פס' 3) כי "ניתן לשער כי מחיר מניות ישראל כרטא ללא הצעות הראל ומנורה היה היום קרוב ל 10.15 ₪, דהיינו שווי שוק של ישראל כרטא היה אמור להיות סביב 2,030 מיליוני ₪. ואני מעגל את הסכום ל – 2.1 מיליארד ₪." [ההדגשה במקור]. בשווי זה, שנסמך על שווי שוק בלבד (המוערך בגסות) משתמש פרופ' קנדל לאורך כל חוות דעתו.
- ב. עוד מוסיף הפרופ' בהמשך חוות דעתו (עמ' 6 סעיף 1c) כי "שווי המניות שיוותרו לאחר רכישת מנורה (בידי הציבור) יכלול שני רכיבים: שווי stand alone ללא פרמיית שליטה שהוא 2.1 מיליארד ₪ ושווי הסינרגיה עם מנורה".
- ג. הלכה למעשה, קובע פרופ' קנדל כי שווי השוק הוא השווי הקובע, ואילו יש להוסיף את הרווחים הצפויים בגין הרכישה עצמה. מדובר בסתירה כפולה של הפסיקה: פעם אחת הוא מכליל רווחים הנובעים מהמיזוג, ופעם שניה הוא לא מכליל את הרווחים ע"פ הנהלת ישראל כרטא, הצפויים עוד טרום המיזוג.
- ד. פרופ' קנדל נמנע מלהציג מודל DCF עצמאי, ומסתמך בחוות דעתו על הערכת השווי שדירקטוריון ישראל כרטא הזמין בינואר 2023 מחברת Deloitte וכותב (במ' 4 פס' 1) כי מסקנתה של הערכת השווי של Deloitte היתה כי שווי ישראל כרטא הוא בטווח של 2.6-2.8 מיליארד ₪. זאת, מבלי להתייחס לכך שהערכת Deloitte התעלמה לכל הפחות משתי קביעות של הפסיקה (כמפורט בהרחבה לעיל): היא לא התחשבה ברווחים העתידיים הצפויים של החברה שאינם קשורים לסינרגיה עם הרוכשת, לפיהם החברה עתידה להגיע לרווחיות של 450-510 מיליון ₪ בשנה כבר החל משנת 2025. והיא לא התחשבה בפרמיית השליטה ששוויה כ 750-840 מיליון ₪.
- ה. וכך, קבע פרופ' קנדל: "בהתאם, טווח השווי בין 2.1-2.8 מיליארד ₪ משמש עבורי כעוגן לבחינת השווי העתידי של ישראל כרטא".
- ו. בהקשר זה נצטט פעם נוספת את פסק דין קיטאל ברע"א 779/06:
- " הוחלט ברוב דעות של השופטים י' דנציגר, א' רובינשטיין, ס' ג'ובראן וא' חיות, כי יש להעדיף את שיטת ה-DCF כשיטת בסיס להערכת השווי ההוגן של המניות בהצעת רכש מלאה, אלא אם כן מצא ביהמ"ש כי הנתונים והמאפיינים של המקרה שלפניו מצדיקים יישום שיטת הערכה אחרת".**

13.6. פרמיית שליטה וסחירות

- א. עוד מוסיף וחוטא פרופ' קנדל כאשר אינו מתחשב בפרמיית השליטה שבהן על הצעות הרכש והמיזוג להתחשב בעת הרכישה. חמור מכך – פרופ' קנדל מנסה אף להרתיע את בעלי המניות מסחירות נמוכה וכותב: "בעלי המניות של ישראל כרטא יצטרכו להחזיק את המניות לזמן

ממושך לאחר המכירה למנורה, כי ניסיון למכור במהירות יביא למפולת מחירים". בהקשר זה נזכיר, לגבי האופן בו יש לבצע את הערכת השווי, כי בפסיקה הובהר כי לא רק ששווי השוק אינו מדד לקביעת השווי ההוגן, אלא שגם יש לכלול בהערכת השווי את פרמיית השליטה (בפסי' 21):

**"בית המשפט המחוזי קבע כי שווי השוק של המניה אינו מדד לקביעת שווייה ההוגן. הוסבר, כי מחיר השוק אינו משקף תמיד את שווייה הריאלי של המניה, והוא מושפע מגורמים ונתונים שונים. זאת, במיוחד כאשר סחירותה של המניה נמוכה וכאשר בעל השליטה הרוכש יכול להשפיע בדרכים מניפולטיביות על מחיר המניה. פרשנות המעניקה משקל מכריע לשווי השוק של המניה לשם קביעת שווייה ההוגן, כך נקבע, תדמה למצב בו יינתן "לחתול לשמור על השמנת" ולא לכך התכוון המחוקק אשר ביקש להגן על הניצעים, בעלי מניות המיעוט, מפני קיפוחם על ידי בעל השליטה. עוד נקבע, כי על התמורה המוצעת לכלול את "הפרמיה או ההטבה הנוספת" המשקפת את העובדה כי אין זו עסקה שגרתית בין בעלי מניות אנונימיים אשר עורכים עסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון, אלא עסקה כפויה שבסופה משתלט הרוכש על החברה ומוכן לצורך כך לשלם מחיר הגבוה ממחיר השוק."**

- 13.7. השוואת עסקת מנורה לעסקת הראל על פי שיטת פרופ' קנדל
- ב. על מנת להמחיש את משמעות הדברים, אנו מציגים את הטבלה אותה הציג פרופ' קנדל בחוות דעתו עם תיקון משווי השוק לשווי הערכת השווי (DCF) שלנו, ופעם אחת עם הערכת השווי של דלוייט בתיקון התחזית של הנהלת החברה כפי שיש לעשות על פי הפסיקה. נציין, בהתייחס למניות הנותרות בידי הציבור כי בעניינן אין צורך לחשב פרמיית שליטה.
  - ג. בניגוד לקביעתו הלא מבוססת של פרופ' קנדל כי "ערך הסינרגיה העתידית עם מנורה יהיה נמוך יותר", אנו קובעים בצורה חד משמעית, מבלי להתייחס לשווי החיובי שינבע מהסינרגיה (ועל כך אין חולק), כי בהצעת מנורה בעלי המניות שלא ייענו בחיוב להצעת הרכש, יוותרו עם הרווח העתידי הצפוי על פי הנהלת החברה של 510-450 מיליון ₪ בשנה, אשר לא מתומחר בשוק ואינו מתומחר בהערכות השווי שלנו של דלוייט ושל פרופ' קנדל.
  - ד. פרופ' קנדל לא התייחס לחסרון הטמון ברכישה מלאה של מניות החברה - רכישת מלוא מניות החברה ע"י הראל (או רוכש אחר) קוטמת לבעלי המניות את השווי הפוטנציאלי אשר ינבע עבורם מהמשך החזקתם במניות ישראלכרט, בעוד שהצעת הרכש מאפשרת לבעלי המניות ליהנות מפרמיה עדיפה על מחיר מניית החברה, בנוסף לזכותם לבחור אם ברצונם להמשיך ולהחזיק במניות ישראלכרט, באופן מלא או חלקי, וליהנות מפוטנציאל הצמיחה העתידי (אך מנגד, להיפרד ממניותיהם אם יסברו כי הפוטנציאל כאמור אינו גבוה). בניגוד לעסקה לרכישה מלאה של מניות החברה (במסגרתה יכול רוב רגיל (מעל ל-50%) מקרב בעלי המניות לכפות על מיעוט גדול את מכירת מניותיו בחברה), הרי שהצעת הרכש הנוכחית מותירה חופש החלטה מלא בידי בעלי המניות.
  - ה. להלן טבלת השוואה בין העסקאות המעריכה את שווי עסקת מנורה אל מול הראל על פי הערכת השווי שהצגנו בעבודה זו העומד על 3.965 מיליארד ₪ וזאת מבלי להתחשב בתחזית האופטימית של הנהלת ישראלכרט ומבלי להתחשב בפרמיית השליטה ל 68% מהמניות שיוותרו בידי הציבור על פי הצעת מנורה.



מאפיינים	הצעת הראל	הצעת מנורה	יתרון למנורה
ערך נוכחי של 32% מהמניות	1,056	1,120	64
ערך נוכחי של 68% מהמניות	2,244	2,696	452
סה"כ	3,300	3,816	516

על פי תחשיב זה הצעת מנורה עדיפה על הצעת הראל ב 516 מיליון ₪.

- ו. להלן טבלת השוואה בין העסקאות המעריכה את שווי עסקת מנורה אל מול הראל על פי הערכת השווי של דלוייט עם תיקון התזרים בלבד לתחזית הנהלת ישרכארט, העומדת על שווי של 3.79 מיליארד ₪, ומבלי להתחשב בפרמיית השליטה ל 68% מהמניות שיוותרו בידי הציבור על פי הצעת מנורה.

מאפיינים	הצעת הראל	הצעת מנורה	יתרון למנורה
ערך נוכחי של 32% מהמניות	1,056	1,213	157
ערך נוכחי של 68% מהמניות	2,244	2,577	333
הפרש בין ההצעות	3,300	3,790	490

על פי תחשיב זה הצעת מנורה עדיפה על הצעת הראל ב 490 מיליון ₪.

- ז. לפיכך, אנו דוחים מכל וכל את טענתו העיקרית והמשמעותית ביותר של פרופ' יוגין קנדל בדבר הערכת השווי של הצעת מנורה המבוססת על "השלמת" מלוא המכירה על פי שווי השוק של ישרכארט, שאינה 'מחזיקה מים' בפסיקה, ובכך דוחים את כל טענותיו.
- ח. על פי ממצאנו הצעת מנורה עדיפה על הצעת הראל ב 516-490 מיליון ₪.
- ט. נציין כי ביום שבו אישר הדירקטוריון את עסקת הראל, ההצעות שהיו מונחות על שולחנו כללו הצעה של הראל בגובה 2.9 מיליארד לרכישה של 100% מהמניות, והצעה של מנורה לרכישה של 32% מהמניות לפי שווי חברה של 3.2 מיליארד ₪. על פי הערכת השווי של דלוייט עם תיקון התזרים בלבד לתחזית הנהלת ישרכארט, העומדת על שווי של 3.79 מיליארד ₪, ומבלי להתחשב בפרמיית השליטה ל 68% מהמניות שיוותרו בידי הציבור על פי הצעת מנורה - הרי שהפער בין ההצעות היה גדול אף יותר, ועמד על כ- 701 מיליון ₪ לטובת הצעת מנורה.

מאפיינים	הצעת הראל	הצעת מנורה	יתרון למנורה
ערך נוכחי של 32% מהמניות	928	1,024	96
ערך נוכחי של 68% מהמניות	1,972	2,577	605
סה"כ	2,900	3,601	701

למרות פער משמעותי זה הן במונחים כספיים והן באחוזים, בחר דירקטוריון ישרכארט לאשר את עסקת הראל.

#### 14. חישוב הנזק לקבוצה המיוצגת

בחלק זה נתייחס רק להערכות העומדות בדרישות הפסיקה:

##### א. הערכה המבוססת על מודל DCF

כפי שנכתב בפס"ד קיטאל: "הוחלט ברוב דעות של השופטים י' דנציגר, א' רובינשטיין, ס' גובראן וא' חיות, כי יש להעדיף את שיטת ה-DCF כשיטת בסיס להערכת השווי ההוגן של המניות בהצעת רכש מלאה"

##### ב. הערכה שלוקחת בחשבון את תחזית הנהלת החברה

כפי שנכתב באותה הפסיקה: "הערכת שווי המניות תיעשה נכון למועד הגשת הצעת הרכש

ולא לאחריו, וכי לא ייכללו בה הרווחים הצפויים לבעל השליטה בעקבות הרכישה עצמה.  
**ודוק: את הרווחים הצפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה, הידועות לבעל השליטה עובר למועד הרכישה, יש להביא בחשבון במסגרת ההערכה.**"

ג. הערכה שלוקחת בחשבון את פרמיית השליטה

פס"ד קיטל (פס"י 21):

"על התמורה המוצעת לכלול את "הפרמיה או ההטבה הנוספת" המשקפת את העובדה כי אין זו עסקה שגרתית בין בעלי מניות אנונימיים אשר עורכים עסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון, אלא עסקה כפויה שבסופה משתלט הרוכש על החברה ומוכן לצורך כך לשלם מחיר הגבוה ממחיר השוק."

14.2. הנזק על פי הערכתנו באמצעות מודל DCF

- א. כפי שהצגנו בסעיף 9.8 השווי הכולל של החברה אליו הגענו בהתאם למודל DCF ובתוספת פרמיית שליטה עומד על 4.72-4.8 מיליארד ₪.
- ב. הצעת המיזוג המשולש ההופכי אשר אושרה ביום 27.3.2023 באספה של חברת ישראלט עומדת על כ-3.3 מיליארד ₪ בלבד.
- ג. לפיכך הנזק שנגרם לכלל בעלי המניות הינו כ-1.505-1.415 מיליארד ₪.
- ד. הקבוצה המיוצגת שהוגדרה בסעיף 6 לעבודה זו מכילה 99.99% מבעלי מניות ישראלט.
- ה. **על כן, הנזק שנגרם לקבוצה המיוצגת מוערך על ידנו ב-1.504-1.414 מיליארד ₪, המגלם נזק של כ-7.51-7.06 ₪ למניה.**

14.3. הנזק על פי הערכת דלוייט בתיקון הערכת הרווח הנקי ובתוספת פרמיית שליטה

- אילו היינו מעריכים את הנזק שנגרם לבעלי המניות בהתאם למודל דלוייט, תחת התיקונים הנדרשים בו - הוספת תחזיות החברה ופרמיית שליטה, כקבוע בפסיקה - היינו מגיעים לתחשיב הנזק הבא:
- א. כפי שהצגנו בסעיף 12.3 השווי הכולל של החברה על פי הערכות הצמיחה ועל פי שיעור ההיוון שנקבע ע"י דלוייט, אך עם צפי הרווח הנקי של הנהלת ישראלט עומד על 3.79 מיליארד ₪.
  - ב. כפי שהצגנו בפרק 8 לחוות דעת זו, פרמיית השליטה בישראלט הינה 840-750 מיליון ₪.
  - ג. סה"כ על פי האמור, השווי של חברת ישראלט בתוספת פרמיית שליטה לצורך הערכת הנזק הינו 4.63-4.54 מיליארד ₪.
  - ד. הצעת המיזוג המשולש ההופכי אשר אושרה ביום 27.3.2023 באספה של חברת ישראלט עומדת על כ-3.3 מיליארד ₪ בלבד.
  - ה. לפיכך הנזק שנגרם לכלל בעלי המניות הינו כ-1.33-1.24 מיליארד ₪.
  - ו. הקבוצה המיוצגת שהוגדרה בסעיף 6 לעבודה זו מכילה 99.99% מבעלי מניות ישראלט.

14.4. על כן, בהתאם למודל דלויט תחת התיקונים ההכרחיים הנדרשים בו בהתאם לפסיקה,

הנזק שנגרם לקבוצה המיוצגת מוערך על ידנו ב-1.33-1.23 מיליארד ₪, המגלם נזק של כ-6.2-6.65 ₪ למניה.



### 15. חישוב הנזק לתובעים המייצגים

כפי שנמסר לי על ידי עורכי הדין, המבקשים, מאיר משולם (מבקש 1) ובר בראז (מבקש 2) החזיקו במניית ישרכארט 1,960 מניות ו-43 מניות, בהתאמה.  
לפיכך, ובהתאם לסעיף 14.2 לעיל, הנזק שנגרם למבקשים הינו כ 13,847.11-14,727.95 ₪ למבקש 1, ו-304-323 ₪ למבקש 2. בהתאם לסעיף 14.3 לעיל, הנזק שנגרם למבקשים הנו 12,152-13,034 ₪ למבקש 1, ו-266.6-285.95 ₪ למבקש 2.

### 16. סיכום ומסקנות

- 16.1. לאחר ניתוח מעמיק של כלל הנתונים, הגענו למסקנה שהשווי ההוגן של חברת ישרכארט על פי מודל DCF עומד על 3.965 מיליארד ₪, ובתוספת פרמיית שליטה שוויה ההוגן של החברה עומד על 4.72-4.8 מיליארד ₪.
- 16.2. אשררנו את ממצאנו גם על פי המודל ההשוואתי (שיטת המכפילים) על פי עסקת כלל-מקס, אשר הצביע על כך ששוויה של ישרכארט על פי שיטה זו עומד על 3.7-4.6 מיליארד ₪.
- 16.3. על פי ממצאינו השמרניים הנזק שנגרם לקבוצה מיוצגת מעורך בכ-1.504-1.414 מיליארד ₪.
- 16.4. לאורך כל התקופה הצעות מנורה היו עדיפות על הצעות הראל וזאת בשים לבד לכך שכפי שהצגנו פרמיית השליטה שהראל אמורה לשלם גבוהה מפרמיית השליטה אותה מנורה הייתה אמורה לשלם.
- 16.5. הפער בין ההצעות עמד על 701 מיליון ₪ לטובת מנורה כאשר הדירקטוריון אישר את עסקת הראל. פער זה הלך והצטמצם ככל שהחברות העלו את הצעותיהן והגיע לפער לטובת מנורה של 516-490 מיליון ₪ ביום האישור באסיפה הכללית.
- 16.6. להלן טבלה מסכמת המציגה את שווי חברת ישרכארט בהצעות העדכניות לעומת שווי החברה הנגזר מעסקת כלל ולעומת שווי החברה על פי הערכת דלוייט המתקנת ועל פי הערכת השווי שלנו כולל פרמיות שליטה.

שווי כולל פרמיית שליטה	פרמיית שליטה	הערכת שווי	
3.5			הצעת מנורה
3.3			הצעת הראל
3.7-4.6			מחיר נגזר מעסקת כלל
3.35-3.64	0.75-0.84	2.6-2.8	דלוייט
4.54-4.63	0.75-0.84	3.79	דלוייט עם תחזיות הנהלה
4.74-5.8	0.75-0.84	3.95-4.96	יוג'ין קנדל
4.72-4.8	0.75-0.84	3.965	הערכת שווי DCF

- 16.7. מהטבלה עולה כי כל אחת מהערכות שבוצעו – לאחר תיקון הכשלים על פי הפסיקה, מובילות לשווי גבוהה משווי העסקה אשר אושר באספה הכללית ביום 27.3.2023.
- 16.8. על כן, אנו קובעים על סמך ממצאנו כי עסקת המיזוג עם הראל לא בוצעה בשווי הוגן, ובהתאם, זו אינה משקפת תמורת שווי הוגנת לבעלי המניות פר מניה.

## 17. מקורות מידע

- 17.1. הועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי – דוח רביעי.
- 17.2. אתר בנק ישראל.
- 17.3. נייר עבודה, רשות ניירות ערך – מבנה האחזקות בקבוצות עסקיות בישראל.
- 17.4. אתר רשות ניירות ערך.
- 17.5. מרכז המחקר והמידע של הכנסת – תיאור שוק כרטיסי האשראי.
- 17.6. אתר הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.
- 17.7. ישרכארט, דוחות כספיים שנתיים ורבעוניים.
- 17.8. דיווחים מיידיים של החברה לבורסה באמצעות מערכת מאי"ה.
- 17.9. נתונים רשמיים של הבורסה לני"ע.
- 17.10. מאמרים המאוזכרים בגוף העבודה.
- 17.11. פסיקות רלוונטיות המוזכרות בגוף העבודה.
- 17.12. טיוטת הבקשה לאישור תביעה ייצוגית כנגד החברה.
- 17.13. אישור החזקה של המבקשים.
- 17.14. מכתב חוות דעת של פרופ' יוגין קנדל.

## 18. 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 "מאקרו פיננסים בע"מ" אשר נותנת שירותי ייעוץ פיננסי, אנליזה, ניהול הון לתאגידים וחוות דעת כלכליות.
- מחקרים אקדמיים בתחום דירוגי אשראי ופרמיות סיכון של חברות ומדינות.
- מעל 14 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 בעמיתים'.
- מרצה באקדמיה לפיננסים BDO.
- כתיבת עשרות חוות דעת במסגרת תביעות ייצוגיות ונגזרות.