

חוות דעת כלכלית

אמידת השווי הכלכלי של
לידר החזקות והשקעות בע"מ
לצורך סעד הערכה



יולי 2021

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 יעקב סבו וחגי קלעי, להגיש חוות דעת זו במסגרת בקשה לאישור תביעה לסעד הערכה כנגד המשיבה לידר אחזקות והשקעות בע"מ (להלן: "המשיבה" או "לידר" או "החברה") בעניין סעד הערכה לבעלי מניות מקרב הציבור אשר סירבו להצעת הרכש שהוצעה לציבור בתאריך 30.12.2020 (להלן: "הצעת הרכש"); כמו כן התבקשתי לבדוק גם האם בפני הניצעים בהצעת הרכש עמד מידע מלא המאפשר להעריך את השווי ההוגן, וזאת בשים לב, במיוחד לכך שהצעת הרכש התפרסמה ביום שלפני האחרון של שנת 2020, בעוד שהדוח לשנת 2020 כולה, התפרסם רק בחלוף שלושה חדשים.

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 החוות דעתי זו כשהיא חתומה עלי ידי כדין עדות באזהרה שנתתי בבית המשפט. 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.

להלן חוות דעתי.



חתימה

13.7.2021
תאריך

1. תקציר מנהלים
 - 1.1 מטרת הערכת השווי
 - 1.2 מקורות מידע
 - 1.3 רקע על החברה
 - 1.4 הצעת הרכש
 - 1.5 תמצית מסקנות חוות הדעת
2. תאור החברה
 - 2.1 תאור הפעילות העסקית
 - 2.2 תחום שוק ההון
 - 2.3 מגזר התעשייה
 - 2.4 מגזר הנדל"ן
3. הצעות הרכש
 - 3.1 עיקרי הצעות הרכש
4. ניתוח השוואתי
5. הערכת השווי
 - 5.1 מתודולוגיה להערכת השווי
 - 5.2 הערכת השווי לאטראו
 - 5.3 הערכת השווי למגזר התעשייה
 - 5.4 הערכת השווי ללידר קרואטיה
 - 5.5 פרמיה עבור Going private
6. הערכת הסעד
7. תמצית השכלה וניסיון של הכותב

1.1. מטרת הערכת השווי

מטרת עבודה זו הינה להעריך את "השווי ההוגן" של חברת האחזקות לידר אחזקות והשקעות בע"מ נכון ליום 31.12.2020, על מנת לאשש או להפריך את השאלה האם המחיר שהוצע לכל מניה, בהצעת רכש מלאה למניות לידר מטעמה של בעלת השליטה בלידר, בסך 64 אג' המשקף לחברה כולה שווי של 307 משקף "שווי הוגן".

1.2. מתודולוגיה

המודל המקובל להערכת שווי חברות תפעוליות הינו מודל היוון תזרימי מזומנים או DCF. מודל זה משמש בד"כ להעריך חברות תפעוליות בעלות תזרימי מזומנים שוטפים מן הפעילות. במסגרת מודל זה, מבוצעת הערכת שווי לשתי תקופות תחזית – התקופה הקרובה, היא תחזית לרוב לתקופה של השנים הקרובות על בסיס ביצועי החברה בשנים האחרונות שיעורי הצמיחה ושיעורי ההתייעלות; והתקופה החל מחלוף חמש שנים ועד אינסוף, באמצעות תחזית לתוצאות שנה מייצגת ביחס אליה קובע מעריך השווי את תזרימי המזומנים הצפוי הכולל. תזרימים אלו מהווים לערך נוכחי.

לצד מודל ה-DCF, המשמש להערכת חברות תפעוליות, בחברות אחזקות, שלא תמיד מקבלות תזרימי מזומנים שוטפים מן החברות המוחזקות על ידן, מקובל להשתמש במודל שווי נכסי נטו NAV, אשר מאחד את השווי של החברות התפעוליות ברמת חברת האחזקות פחות החוב בחברת האם ובהוצאותיה המהוונות.

שיטה מקובלת נוספת להערכת שווי היא "שיטת המכפילים". על פי שיטה זו, על מנת להעריך את שווייה של חברה במקום שבו אין מידע מלא אודות פעילותה (ובמקרה הנוכחי – מקום שבו עסקינן בחברות בנות פרטיות שאינן מדווחות ואינן מפרסמות דוחות שנתיים), נבחנות חברות דומות בענף, ומנותח השווי בין שווי החברה לבין נתונים שונים כגון רווח נקי רווח נקי ההון בספרים ועוד. על בסיס יחסים אלו, נקבע שווייה של החברה המוערכת. יתרונה של שיטה זו הוא בודאות המסוימת הגלומה בה, מאחר שהיא מבוססת על נתוני שוק שאינם בשליטת החברה עצמה ובעלי האינטרס בה. למעשה מדובר במתודולוגיה שתכליתה להתגבר על פערי מידע, וכן לתקף את הממצאים של ההערכה בנתונים בלתי תלויים. כפי שציינה השופטת חיות בעניין קיטאל, לא קיימת שיטה אחת אשר אין בלתה לקביעת השווי ההוגן, עוד ציינה חיות כי: *"מוסכם על הכל כי מצבים שונים ועסקים שונים המאפיינים את פעילותה של החברה הנתונה מכתיבים במידה רבה את שיטת הערכה המתאימה"*.

חברת לידר אינה מפרסמת דוחות מלאים אודות החברות המוחזקות על ידה ולכן נעשה שימוש במודלים חלופיים מתאימים על מנת לאמוד את השווי החברות המוחזקות בצורה המדויקת ביותר שניתן תחת הנתונים הקיימים.

לצורך הכנת הערכת השווי של לידר השתמשנו בדוחותיה הכספיים של החברה משנת 2015 ובראש ובראשונה בדוח לשנת 2020, שפורסם ביום 25.3.2021, כשלושה חודשים לאחר הצעת הרכש.

אדגיש כבר עתה את הברור מאליו, במועד הצעת הרכש לא היו בפני הציבור הדוחות הכספיים המבוקרים ודוח הדירקטוריון של לידר לשנת 2020. במועד זה המידע שהיה בידי הציבור היה הדוח הכספי המבוקר לשנת 2019 וכן דוחות לא מבוקרים ליום 30.9.2020.

בנוסף בחנו את הודעות החברה לאורך השנים, במיוחד נתונים שפרסמה החברה סביב הנפקת אג"ח שערכה בנובמבר 2019, כשנה לפני הצעת הרכש הנדונה במצגת שפרסמה לשוק ההון (מצורפת כנספח א' לחוות דעת זו).

לצורך בחינת סבירות הערכות השווי של קרקעות שלידר מחזיקה בקרואטיה, אנו נשענים בעבודה זו על נתונים אודות מחירי הנדל"ן בקרואטיה, מאתר NHB שהינו הבנק המרכזי של קרואטיה¹. לצורך ביצוע השוואות לקבוצות ייחוס השתמשנו גם בדוחות כספיים של חברות ציבוריות בתחומי הפעילות השונים של החברה. הנתונים על חברות ישראליות הינם מתוך אתר הבורסה לניירות ערך ואתר "מאיה" (מערכת אינטרנטית להודעות) ונתונים רשמיים ממפיצי מידע מורשים של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

1.2 רקע על החברה

חברת לידר עוסקת, לפי דוחותיה, בשלושה תחומי פעילות עיקריים:

- I. **תחום שירותים פיננסיים** - באמצעות אחזקה בחברת אטראו שוקי הון בע"מ (להלן: "אטראו") שהינה חברה ציבורית הנסחרת בת"א. שווי השוק של חברת אטראו לסוף שנת 2020 עמד על כ 708 מ' ₪. חברת לידר מחזיקה בכ 45.85% מהונה המונפק והנפרע של אטראו; **השווי הסחיר של האחזקה ליום 31 בדצמבר 2020 הינו אפוא 324.7 מיליון ש"ח.**
- II. **תחום התעשייה (מתכת)** - באמצעות אחזקה של 50% בחברת מתכות פינקלשטיין בע"מ (להלן: "פינקלשטיין") ואחזקה ב 100% בקבוצת "גמל" שהנה קבוצת חברות שבראשה עומדת חברת גמל מפעלים לאופני השחזה שריד בע"מ (להלן: "גמל"). לפי הדוח הכספי של לידר לשנת 2020 (שלא היה בפני בעלי המניות הניצעים במועדי הצעות הרכש, נכון לסוף שנת 2020, ההון העצמי של חברת פינקלשטיין עמד על כ 66 מיליון ₪ וההון העצמי בקבוצת גמל עומד על כ 63.2 מיליון ש"ח. **שווי ההשקעות של לידר בתחום תעשיית המתכת על פי הרשום בספרים עומד על כ 96.2 מיליון ₪ במגזר התעשייה.**
- III. **תחום הנדלן** - באמצעות אחזקה בחברת לידר קרואטיה אשר מחזיקה באמצעות שלוש חברות פרויקט קרואטיות שלושה נכסי נדל"ן (קרקעות) בחצי האי איסטריה בקרואטיה. **על פי השווי בספרים למועד הצעת הרכש, השקעותיה של לידר בלידר קרואטיה עומדות על כ 40.2 מיליון ₪.**

¹ <https://www.hnb.hr/en/statistics/statistical-data/selected-non-financial-statistics/price-indices>

הצעת הרכש

במהלך שנת 2020 הציעה ATE, בעלת השליטה בלידר, שלוש הצעות רכש. כל שלוש הצעות הרכש ובמיוחד כך השלישית שנענתה (שפורסמה יום אחד לפני תום שנת הדיווח), היו למעשה הצעות לעסקאות באינפורמציה א-סימטרית, שבו הרוכשת יודעת היטב את הפרטים ואת הערך של החברה הנרכשת, וחשופה מבעוד מועד למידע מעמיק על חברות הבנות. ומנגד המוכרים, בעלי המניות מקרב הציבור, נמצאים בעל כורחם במצב של קבלת החלטות תחת חוסר וודאות.

ממסכת הצעות רכש אלו ניתן ללמוד כי הצעת הרכש כלל לא הייתה מבוססת על שווי כלכלי, שכן לא פורסמו כל הערכה כלכלית למניות. ואף לא שיקפה את השווי לרוכש. ההצעות העוקבות ומחירן מלמדות שמדובר בניסיון להגיע למחיר הנמוך ביותר בו המוכרים, בעלי המניות מקרב הציבור, שכאמור נמצאים בתנאי אי וודאות יאותו להיענות להצעת הרכש.

הצעת הרכש השלישית – בשלהי 2020

ביום 30.12.2020 פירסמה לידר הצעת רכש שלישית. עיקרי הצעת הרכש שצויינו במפרט הצעת הרכש שפורסמה ב 30.12.2020 :

- הצעת הרכש הוצעה לכלל בעלי המניות מקרב הציבור אשר החזיקו 70,915,335 מניות, שהינם כ 14.8% מהחברה, בתמורה ל 0.64 ₪ למניה הגוזר שווי לחברה של 307 מיליון ₪.
 - נכון למועד הצעת הרכש החזיקה המציעה וגורמים הקשורים בה כ 85.2% ממניות החברה.
 - מחיר הצעת הרכש גבוה בכ 9.97% מהמחיר הממוצע של מניות לידר בבורסה בששת החודשים שקדמו למועד פרסום הצעת הרכש.
 - מחיר הצעת הרכש גבוה בכ 9.78% ממחיר המניה יום קודם להצעת הרכש.
 - הונה העצמי של החברה, על פי דוחותיה הכספיים המאוחדים של החברה ליום **30 בספטמבר 2020**, עמד על כ 186,809 אלפי ₪. ההון העצמי למניה עמד על כ 0.39 ש"ח למניה. מחיר הצעת הרכש למניה גבוה ב 64.14% מהונה העצמי למניה.
- באף אחת מהצעות הרכש, החברה לא פירסמה נתונים כספיים מלאים אודות אחזקותיה. לצורך עבודה זאת פניתי איפוא לנתונים אותם פרסמה החברה בעצמה במסגרת הנפקת אגרות חוב באוקטובר 2019 (נספח א') (כשנה לפני הצעת הרכש נשוא עבודה זאת) - שם הציגה החברה כי **השווי הנכסי** שלה עומד על 456 מיליון ₪ (לעומת, שווי של 307 מיליון ש"ח בהצעת הרכש).

כלומר להערכת החברה עצמה, למועד של שנה לפני הצעת הרכש, הצעת הרכש בוצעה בדיסקאונט משמעותי על השווי הכלכלי, וודאי לא בפרמיה.

נתון זה, להערכתנו המקצועית מהותי ביותר. אך בשים לב לכך שבזמן שהחברה הנפיקה חוב טרחה החברה לפרסם את הערכת השווי הנכסי שלה וכאשר ביצעה הצעת רכש בחרה לציין את מחירי המניה ההיסטוריים ואת ההון העצמי שלה – לדעתנו יש טעם לפגם העולה לכדי הטעיה, גם אם לא במובן המשפטי וודאי במובן הכלכלי.

1.3. תמצית מסקנות חוות הדעת

על פי ממצאנו בעבודה זו, הצעת הרכש של חברת לידר לא שיקפה את שוויה הכלכלי האמיתי (ההוגן) של החברה.
להערכתנו שוויה של חברת לידר ביום הצעת הרכש (30.12.2020) עמד על שווי מוערך של כ- 717.21 מיליון ₪ (ולכל הפחות תחת הנחות שמרניות ביותר, כ-559 מיליון ש"ח) לבין לעומת שווי נגזר מהצעת הרכש של 307 מ' ₪ בלבד.

בעלי המניות מקרב המיעוט שהתנגדו להצעת הרכש, החזיקו כ 4.03% ממניות החברה, זכאים לתוספת בגובה של בין 10.18 לבין 16.5 מיליון ש"ח.

נדגיש כי מדובר בהערכה של הסעד לו זכאים בעלי המניות מקרב הציבור, ועל מנת לקבוע את הסעד הסופי והמלא יש לבצע הערכת שווי מלאה לכלל החברות בקבוצה על פי דוחותיהן הכספיים המלאים של חברות הבנות. ואלו כאמור לא בנמצא.
יחד עם זאת, הערכה זו מצביעה באופן ברור ומוחלט כי ישנו פער מהותי בין המחיר הכלכלי לבין המחיר אשר שולם במסגרת הצעת הרכש.

עבודה זאת איפוא מבוצעת על יסוד מידע ציבורי ועל מנת לבצע הערכה מבוססת של שווי הוגן, יש לקבל מן החברה את הדוחות הכספיים של כלל החברות המוחזקות, למועד הצעת הרכש. קרוב לוודאי שדוחות אלה נמצאים בידי החברה וקרוב לוודאי שבמועד הצעת הרכש (30.12.2020) היתה בידי החברה תמונה עיסקית ברורה של התוצאות הכספיות החזויות של כלל החברות המוחזקות על ידה. תמונה עיסקית זאת לא היתה בפני בעלי המניות.

תחום השירותים הפיננסיים (אטראו)

על פי הנתונים שפרסמה החברה נכון ליום 31 בדצמבר 2020 מחזיקה החברה בכ 45.85% מהונה המונפק והנפרע של אטראו. השווי הבורסאי של אטראו למועד הצעת הרכש היה 708 מיליון ₪ וחלקה של לידר משקף 324.7 מיליון ש"ח. לפי הערכת השווי אותה ביצענו בחוות דעת זו, השווי הכלכלי (ההוגן) של חברת אטראו גבוה משווי השוק שלה ונאמד בשווי של כ 910.3 מיליון ₪ ושווי חלקה של לידר באטראו מוערך ב 417.3 מיליון ₪. בעלי המניות מן הציבור של לידר, כבר לא יזכו להנות מסגירת הפער בין שווי השוק לבין השווי הכלכלי ההוגן. מכך, לכן, לדעתנו, במקרה של הצעת רכש מלאה, יש לקחת בחשבון את השווי הכלכלי ההוגן של אטראו ולא את שווי השוק שלה.

תחום התעשייה (גמל ופינקלשטיין)

נציין כי במגזר התעשייה הנתונים הפיננסיים שלידר פירסמה חסרים מאוד ועל כן לא ניתן לבצע הערכת שווי על פי מודל DCF. כדי לבצע הערכת שווי מלאה לפי מודל DCF, יש לקבל את הדוחות של החברות המוחזקות.
במגזר התעשייה, השימוש הנפוץ במקרים דומים (של העדר נתונים מספיקים לביצוע הערכת שווי DCF) הינו שימוש במכפיל הרווח, אך בשל הנתונים החסרים על החברות הכלולות במגזר התעשייה, גם בהקשר זה וגם בשל השקעות משמעותיות שנעשו בשנים האחרונות ששינו את פני

החברות ואת יעילותן, לא ניתן לבצע הערכה גם על בסיס מכפילי רווח, עד שיתקבלו הדוחות המלאים למועד הצעת הרכש.

על כן, הערכתנו לגבי השווי הוגן של מגזר זה מבוססת על שיטת מכפילי ההון בהתאם למכפילי ההון בחברות תעשייה.

מכפיל ההון עליו התבססנו הוא מכפיל ההון הממוצע במדד ת"א תעשייה העומד על 3.2.

גמל

הונה העצמי של חברת גמל נכון לסוף שנת 2020 (כפי שעולה מן הדוח השנתי לשנת 2020 שפירסמה לידר ביום 25.3.2021) מסתכם בכ 63.2 מיליון ₪, על כן הערכנו את השווי של חברת גמל לצורך סעד הערכה ב 202.2 מיליון ₪, כאמור חברת גמל מוחזקת ב 100% על ידי חברת לידר.

פינקלשטיין

הונה העצמי של חברת פינקלשטיין נכון לסוף שנת 2020 מסתכם בכ 66 מיליון ₪, על כן הערכנו את השווי של חברת פינקלשטיין לצורך סעד הערכה ב 211 מיליון ₪. לידר אחזקות מחזיקה ב 50% מהון המניות של פינקלשטיין, ושווי אחזקותיה מסתכם להערכתנו בכ 105.5 מיליון ₪.

מגזר הנדלין

לידר קרואטיה

חברת לידר קרואטיה הינה חברת נכסים גרידא, ללא פעילות תפעולית וללא תזרים, שווי אחזקות לידר בחברת לידר קרואטיה, על פי דוחות לידר לשנת 2020, מסתכם בסך של כ 40.3 מיליון ₪. ממצאנו העלו כי מחירי הנדלן בקרואטיה מ 30.6.19 ועד 31.12.2020 עלו כ- 2%, חברת לידר העריכה בעצמה את שווי הנכסים ב 30.6.19 ב 67 מיליון ש"ח ולא סיפקה הסברים מניחים את הדעת לגובה ההפחתות החדות אשר ביצעה במהלך שנת 2019 ו 2020 בשווי הקרקעות אותן רכשה.

על כן על פי הערכתנו לצורך חישוב סעד הערכה עומדת על שווי הקרקעות נכון ל 30.6.19 עומדת על 67 מיליון ₪.

סיכום

השווי הכלכלי של לידר ליום 30.12.2020 על פי הערכת השווי הינה 717 מיליון ₪.

הערכה ריאלית	לסוף שנת 2020
	נכסים
56.99	נכסים נזילים (סולו)
	חברות מוחזקות
417.38	אטראו
202.24	גמל שריד
105.6	פינקלשטיין
60	לידר קרואטיה
842.21	סה"כ נכסים
124.96	סה"כ התחייבויות (סולו)
717.25	סה"כ שווי לידר אחזקות

לפי השווי הכלכלי אליו הגענו פער השווי אל מול הצעת הרכש עומד על כ 410 מיליון ₪, פער זה גוזר סעד הערכה לבעלי המניות שלא נענו להצעת הרכש, המחזיקים 4.03% של 16.5 מיליון ₪.

הערכה ריאלית	
פער השווי מול הצעת הרכש	410.10
סעד הערכה לבעלי מניות שלא נענו	16.53

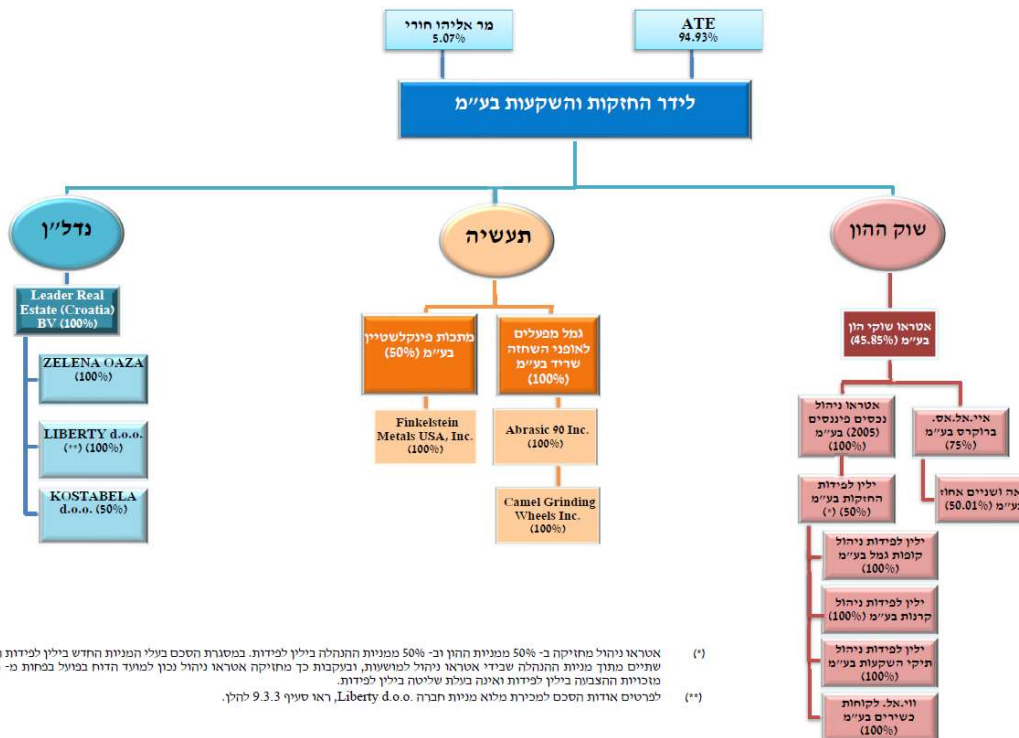
2. תיאור החברה

2.1. תיאור הפעילות העסקית

חברת לידר הינה חברת השקעות אשר התאגדה בשנת 1991 כחברה פרטית בישראל, בשנת 1992 הנפיקה החברה את ניירות הערך שלה בבורסה והפכה לחברה ציבורית סחירה. חברת לידר הינה חברה העוסקת בשלושה תחומי פעילות עיקריים:

- שירותים פיננסיים באמצעות אחזקה חברת אטראו שוקי הון בע"מ שהינה חברה ציבורית הנסחרת בת"א.
- תעשיית מתכת באמצעות אחזקה של 50% בחברת מתכות פינקלשטיין בע"מ, ואחזקה ב 100% ממניות קבוצת גמל שהנה קבוצת חברות שבראשה עומדת חברת גמל מפעלים לאופני השחזה שריד בע"מ.
- אחזקה ב 100% מחברת לידר קרואטיה.

מבנה האחזקות של חברת לידר מתוך דוחות 2020:



(*) אטראו ניהול מחזיקה ב- 50% ממניות החון וב- 50% ממניות החנהלה בלידן לפידות. במסגרת הסכם בעלי המניות החדש בלידן לפידות הכנו שתיים מתוך מניות החנהלה שבידי אטראו ניהול למטרתם ובעקבות כך מחזיקה אטראו ניהול נכון למועד הדוח בפועל בנכות מ- 50% מנכסיהם הוצבה בלידן לפידות ואינה בולטת שליטה בלידן לפידות.
 (***) לפרטים אודות הסכם ליכרות מלא מניות חברה Liberty d.o.o., ראו סעיף 9.3.3 להלן.

בפרק תיאור עסקי התאגיד בדוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2020 מציינת החברה: בסעיף 2.2 - "החברה הינה חברת השקעות, אשר נכון למועד הדוח פועלת, בעיקר באמצעות חברות מוחזקות, בעיקר בתחומי שוק ההון, התעשייה והנדל"ן".

בסעיף 2.7 – "מדיניותה של החברה הינה לשמור על רמת מעורבות גבוהה בתהליכים ובקבלת ההחלטות בחברות המהותיות המוחזקות על ידה. מעורבות החברה באה לידי ביטוי, בין היתר, בביקורים פגישות ושיחות הנערכות באופן שוטף עם השותפים בחברות המוחזקות, מנהליהן ועובדים בכירים. כמו כן מנהלי החברה מעורבים בקידום פרויקטים ותהליכים מרכזיים בחברות המוחזקות המהותיות ונציגים מטעם החברה מכהנים כחברים בדירקטוריונים ו/או בוועדות השונות של אותן חברות" (ההדגשה אינה במקור). נציין כי פרט לאחזקת חברות הבנות של לידר והמעורבות בהן, לחברה אין פעילות תפעולית פנימית, וכל פעילותה מסתכמת במינוף ומעורבות בניהול חברות הבנות.

לאור האמור מסקנתנו היא כי החברה משולבת בתהליכים בחברות המוחזקות וכי בכל עת ובכלל במועד הצעת הרכש, לחברה, להבדיל מבעלי המניות מן הציבור היתה תמונה ברורה באשר לתוצאות העיסוקיות של החברות המוחזקות. לפיכך, בעוד שבעלי המניות מן הציבור לא ידעו על תוצאות 2020 עד לפרסום הדוח ב- 25.3.21, לחברה ולנושאי המשרה בה היה מידע זה בבחינת הערכה מבוססת, אם לא ודאות, כבר במועד הצעת הרכש.

להלן מידע כספי לפי תחומי הפעילות של החברה כפי שהופיע בדוח השנתי של החברה לשנת 2020:

6. מידע כספי לגבי תחומי הפעילות של החברה

להלן נתונים כספיים מאוחדים של החברה בחלוקה לתחומי הפעילות (באלפי ש"ח):

6.1 שנת 2020

מאחד	התאמות למאחד *	תחום התעשייה	תחום הנדל"ן	תחום שוק ההון	הכנסות
187,567	(49,173)	225,347	-	11,393	סך ההכנסות מחיצוניים
80,058	800	-	-	79,258	חלק החברה ברווחי חברות כלולות וחברות בשליטה משותפת, נטו
280	280	-	-	-	רווח מנכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד, נטו
140	(411)	551	-	-	הכנסות אחרות
268,045	(48,504)	225,898	-	90,651	סך ההכנסות (הוצאות)
196,589	(39,573)	221,587	355	14,220	סך ההוצאות המיוחסות (שאינן מהוות הכנסות בתחום פעילות אחר)
-	(1,303)	-	-	1,303	סך ההוצאות המיוחסות (המהוות הכנסות בתחום פעילות אחר)
196,589	(40,876)	221,587	355	15,523	סך ההוצאות המיוחסות
72,400	(2,675)	67,034	355	7,686	הוצאות קבועות
124,189	(38,201)	154,553	-	7,837	הוצאות משתנות
71,456	(7,628)	4,311	(355)	75,128	תוצאות תחום הפעילות
30,432	(7,628)	4,311	(355)	34,104	תוצאות תחום הפעילות המיוחסות לבעלים של החברה האם
41,024	-	-	-	41,024	תוצאות תחום הפעילות המיוחסות לזכויות שאינן מקנות שליטה
542,697	18,561	245,469	47,769	230,898	סך הנכסים
226,764	81,901	133,957	7,490	3,416	סך ההתחייבויות

(*) ההצגה במגורים הינה לפי כללי חשבונאות מקובלים, למעט מגזר התעשייה, בו אופן הצגת תוצאות המגזר למקבל ההחלטות התפעולי הראשי כולל את חלק (50%) החברה בהכנסות ובהוצאות של מתכות פינקלשטיין, חברה בשליטה משותפת ואת תוצאות גמל המטופלת בחברה בת בשליטה מלאה.

מטבלה זו ניתן ללמוד כי רוב ההכנסות של החברה בדוח המאוחד מגיעות מתחום התעשייה, וכי סך הנכסים של החברה בתחום התעשייה גדול יותר מסך הנכסים בתחום שוק ההון. עוד ניתן לראות כי הנכסים נטו של לידר קרואטיה ירדו לסך של כ 40.2 מיליון ש"ח בסוף שנת 2020 בעוד באוקטובר 2019 שווים עמד על 67 מיליון ש"ח לפי מצגת החברה. לאור מעורבותה של לידר בחברות התעשייתיות ולאור המהותיות של חברות אלו במחזור המכירות של החברה במאוחד, אנו מסיקים כי חברת לידר אחזקות הינה חברת אחזקות, ושפעילות התעשייה והנדל"ן הינן פעילויות מהותיות מנקודת המבט של החברה עצמה.

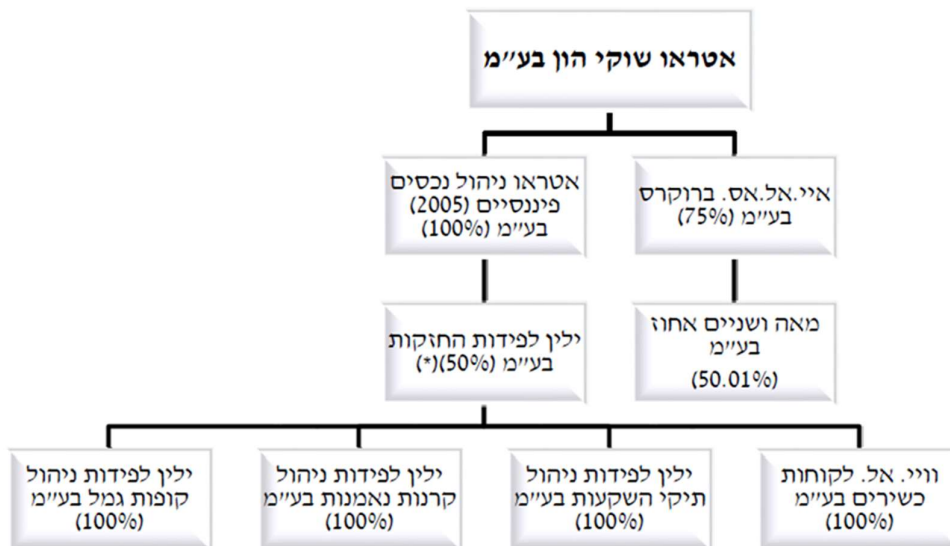
תחומי הפעילות של לידר:

2.2. תחום שוק ההון

בתחום שוק ההון חברת לידר מחזיקה ב 45.85% מחברת אטראו שוקי הון בע"מ (להלן: "אטראו"), חברת אטראו הינה חברה ציבורית סחירה הפועלת באמצעות שתי חברות בנות: ISLB (איי.אל.אס. ברוקס) ואטראו ניהול נכסים פיננסיים שאחזקתה העיקרית הינה 50% מחברת ילין לפידות הפעילה בתחום ניהול השקעות בשוק ההון באמצעות חברת ניהול תיקים, גמל השתלמות וקרנות נאמנות.

על פי ביאור 10 א' לדוחות הכספיים של לידר לשנת 2020, השווי בבורסה של השקעת לידר באטראו ליום 31 בדצמבר 2020 הינו 324.7 מיליון ₪.

מבנה האחזקות של אטראו שוקי הון מדוחותיה הכספיים לשנת 2020:



אחזקתה המשמעותית של חברת אטראו הינה האחזקה בחברת ילין לפידות (50%). חברת ילין לפידות מנהלת תיקי לקוחות בהיקף של 27 מיליארד ₪, קופות גמל בהיקף כולל של 43.6 מיליארד ₪, 66 קרנות נאמנות בהיקף של 23.4 מיליארד ₪ וכחצי מיליארד ₪ ללקוחות כשירים.

להלן פירוט ההכנסות (100%) מדוחותיה של ילין לפידות המצורפים לדוח זה (במיליוני ש"ח):

לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר			
2018	2019	2020	
48.2	49.9	50.2	הכנסות ילין לפידות מניהול תיקים
284.9	288.5	293.4	הכנסות ילין לפידות מניהול קופות גמל
254.3	244.4	228.0	הכנסות ילין לפידות מניהול קרנות נאמנות
587.4	582.8	571.6	סה"כ

מתוך דוחותיה הכספיים לשנת 2020 עולה כי הונה העצמי בספרים של חברת אטראו עמד, נכון לסוף שנת 2020 על 230.9 מיליון ₪ והרווח השנתי הסתכם 74.9 מיליון ₪. שווי השוק של חברת אטראו בסוף שנת 2020 עמד על 708 מיליון ₪, כלומר – חברת אטראו נסחרת במכפיל הון של 3.06 ובמכפיל רווח של 9.45. נתונים אלו מדגישים מדוע במקרה זה הצגת פרמיה על ההון העצמי הינה ממש הטעיה, משום שאחזקתה המהותית ביותר של החברה, אטראו, נסחרת למעלה מפי שלוש מהונה העצמי.

להלן תוצאות חברת אטראו על פי דוחותיה הכספיים לשנת 2020:

2019	2020	רבעון 4	רבעון 3	רבעון 2	רבעון 1	
13,908	11,393	1,911	2,492	2,722	4,268	הכנסות מעמלות ברוקראגי בין בנקאי
84,510	79,258	20,161	20,372	19,675	19,050	חלק החברה ברווחי חברה המטופלת לפי שיטת השווי המאוזני
42	140	120	-	19	1	הכנסות מימון, נטו
98,460	90,791	22,192	22,864	22,416	23,319	סה"כ הכנסות
14,786	12,564	2,628	3,049	3,235	3,652	הוצאות תפעול, הנהלה וכלליות
587	1,636	139	44	187	1,266	הוצאות מימון
15,373	14,200	2,767	3,093	3,422	4,918	סה"כ הוצאות
83,087	76,591	19,425	19,771	18,994	18,401	רווח לפני מסים על הכנסה
(459)	(1,463)	80	(32)	(1,112)	(399)	הוצאות מיסים על ההכנסה
82,628	75,128	19,505	19,739	17,882	18,002	רווח נקי לתקופה
(642)	(752)	(132)	(146)	(112)	(362)	מיוחס לזכויות שאינן מקנות שליטה
81,986	74,376	19,373	19,593	17,770	17,640	מיוחס לבעלי המניות של החברה
						רווח כולל המיוחס ל:
78,427	74,272	19,294	19,500	17,385	18,093	בעלי המניות של החברה
479	629	7	138	55	429	זכויות שאינן מקנות שליטה
78,906	74,901	19,301	19,638	17,440	18,522	

2.3. מגזר התעשייה

בתחום התעשייה חברת לידר מחזיקה ב 50% בחברת פינקלשטיין, אשר מייצרת בישראל מגוון רחב של סגסוגות נחושת: פליז, ברונזה ואלומיניום ברונזה, בטכנולוגיית יציקה מתמשכת ואקסטרוזיה. החברה מתמחה בייצור, מכירה ואספקה של מוצרים מוגמרים וחצי מוגמרים מסגסוגות פליז, ברונזה, ואלומיניום ברונזה במגוון רחב של צורות ומידות. בנוסף לידר מחזיקה בחברת גמל בבעלות מלאה, לגמל שלושה מפעלי ייצור עיקריים: מפעל לאופני השחזה, מפעל לייצור דיסקים לחיתוך והשחזה ומפעל לייצור מוצרי לטש. בנוסף, גמל מייבאת מוצרים משלימים לתחומי העסקים וכלי העבודה חשמליים מקצועיים.

גמל משווקת את מוצריה בישראל ליותר מ- 1200 בתי מסחר וחנויות לאספקה טכנית הפרושים מדן ועד אילת. ונותן מענה למגוון תעשיות בישראל - החל ממתכות וריתוך, בנין וצבע, עץ ונגרות ועוד.

בסעיף 10.1.3 לדוחותיה השנתיים של חברת לידר מציינת החברה כי: "פעילותה של החברה בתחום התעשייה, באמצעות אחזקותיה בפינקלשטיין ובקבוצת גמל, מתבצעת באמצעות חברי הנהלת החברה, המכהנים כדירקטורים בפינקלשטיין ובחברות קבוצת גמל. החברה שומרת על רמת מעורבות גבוהה בתהליכים ובקבלת ההחלטות בפינקלשטיין ובקבוצת גמל, לרבות באמצעות ביקורים, פגישות ושיחות הנערכות באופן שוטף עם השותפים בחברות אלו, מנהליהן ועובדים בכירים. כמו כן, מנהלי החברה מעורבים בקידום פרויקטים ותהליכים מרכזיים בפינקלשטיין ובקבוצת גמל".

מתוך סעיפים אלו, ניתן ללמוד כי חברת לידר רואה באחזקותיה בחברות פינקלשטיין וגמל אחזקות מהותיות וכי לא ניתן שלא להניח שבמועד הצעת הרכש היתה למנהלי לידר תמונה ברורה באשר לתוצאות העסקיות של מגזר זה לשנת 2020. גם כאן, נתן לראות א-סימטריה במידע העיסקי בין בעלי המניות ובין בעלי השליטה.

השפעת הקורונה במגזר התעשייה

על פי דוחות החברה, היות ולקבוצת גמל ופינקלשטיין אישורים רגולטוריים נוגע לפעילות חיונית, הרי שכם בתקופות הממושכות בהן הוטלו מגבלות משמעותיות על הפעילות המשקית בישראל ובארה"ב, המשכו קבוצת גמל ופינקלשטיין את פעילות ייצור באופן סדיר. הסכמות מול משכירי נכסים של קבוצת גמל בדבר קבלת הנחה בדמי השכירות ביחס לנכס המושכר בישראל וקבלת הנחה בסכום לא מהותי בדמי השכירות עברו נכס המושכר בארה"ב. במהלך הרבעון השני של 2020 הועמדו לחברות בתחום התעשייה בארה"ב הלוואות מבנקים אמריקאים בסך של כ- 1.3 מיליון דולר, אשר הומרו ונרשמו כמענקים. מהלכים אלו (בין היתר) תרמו לכך, שחרף הקיטון במכירות בתחום התעשייה במהלך תקופת הדוחות, תרומת תחום התעשייה בשנת 2020 נסתכמה לסך של כ- 4.3 מיליון ש"ה בהשוואה לאיזון בשנה המקבילה אשתקד (בנטרול רווח מרכישה במחיר הזדמנותי ומהשגת שליטה בחברה משותפת). לאחר תקופת הדוח ונכון למועד הדוח, ממשיך השיפור ההדרגתי בהיקפי המכירות.

חברת פינקלשטיין

בחודש יולי 2014 השלימה חברת לידר עסקה להשקעה בחברת מתכות פינקלשטיין בע"מ, אשר במסגרתה השקיעה החברה סך של 25 מיליון ש"ה כנגד הקצאת המניות המהוות 50% מהון המניות של חברת פינקלשטיין, לפינקלשטיין חברת בת אשר הוקמה בנובמבר 2016 ומרכזת את פעילות השיווק של פינקלשטיין בארה"ב.

המפעל באלון תבור

בחודש נובמבר 2012 התקשרה פינקלשטיין בחוזה פיתוח עם רמ"י לשטח של כ- 20 דונם באזור התעשייה אלון תבור, לשם הקמת מפעל ייצור חדש, תקופת החכירה על פי ההסכם הינה עד לחודש אוגוסט 2016. הקמת המפעל החלה בדצמבר 2013 והסתיימה בשנת 2016. סך עלות הבניה כולל מרכיב הקרקע

של המפעל החדש עמדה ל כ 30 מיליון ₪.
במסגרת הקמת המפעל החדש, רכשה פינקלשטיין ציוד ומכונות בסכום כולל של כ 56 מיליון ₪. במהלך שנת 2017 החל המפעל בייצור.

נתונים מתוך הדוחות הכספיים של לידר אודות חברת פינקלשטיין

2016	2017	2018	2019	2020	(במיליוני שקלים)
94	82	109.4	101.6	98.5	הכנסות
3.7	2.5	4	5	6	צבר הזמנות
1.5	0.54	1.744	(0.916)	1.711	רווח (הפסד) נקי
	63.5	65.2	64.3	66	הון עצמי
67	73	73	73	77	מצבת עובדים

חברת גמל

קבוצת גמל הינה יצרן יחיד בישראל העוסק בייצור ושיווק של מוצרי השחזה, חיתוך וליטוש לתעשיות מגוונות, כגון תעשיית המתכת, הבניה, התעופה, העץ והרכב, בארץ ובח"ל וכן בשיווק והפצה של מותגים בינלאומיים בתחום הליטוש וכלי העבודה המקצועיים. קבוצת גמל פועלת בין היתר בארצות הברית באמצעות שתי חברות בנות בבעלות מלאה

לקוחות קבוצת גמל הינן מקשת תעשיות רחבה (עץ, בניה, מתכת, רכב, תעופה ועוד). בין לקוחותיה נמנים מפעלי תעשייה מובילים בתחומם וכן בתי מסחר. עיקר מכירותיה של קבוצת גמל (כ- 70%) הינן בשוק האמריקאי.

למותג גמל CGW מוניטין רב בארץ ובעולם בתחומי השחזה הקרמיים, דיסקים לחיתוך והשחזה, ומוצרי לטש.

בתאריך 19.5.2015 רכשה חברת לידר 30% מחברת גמל מידי קיבוץ שריד, בתמורה לסך של 35 מיליון ₪, המשקפים שווי חברה של 116 מיליון ₪.
בתאריך 5.3.2019 רכשה חברת לידר את יתרת מניות הקיבוץ בחברת גמל (70%) בתמורה לסך של 31.25 מיליון ₪ המשקפים שווי חברה של 44.6 מיליון ₪ (אסמכתא 2019-01-019119 ואסמכתא 2019-01-028479).

בעקבות השלמת העסקה, הכירה החברה ברבעון הראשון של 2019, ברווח מרכישה במחיר הזדמנותי ומהשגת שליטה בחברה משותפת בסך של כ 14 מיליון ₪.
על פי ביאור 10 ג' לדוחות השנתיים של החברה לשנת 2020, הכירה לידר בשווי אחזקתה בגמל בסך של 63.2 מיליון ₪. שווי זה מהווה כ 33% מהונה העצמי של חברת לידר נכון לסוף שנת 2020.
אך למרות זאת ולמרות הבעלות המלאה של לידר בחברת גמל, חברת לידר אינה מפרטת בהרחבה בדוחותיה הכספיים על חברת גמל ואף לא מציגה את מאזן החברה או את דוח הרווח וההפסד של החברה וגם לא את תזרים המזומנים של החברה.

בסמוך להעברת השליטה בגמל שריד לידי החברה, החלה החברה לבצע שורה של מהלכים עסקיים:

הצוות הניהולי של החברה לקח על עצמו תפקידים מרכזיים בניהול פעילות גמל. מונה מייקל סוליבאן (מנהל בכיר בעל מוניטין בתעשייה) כמנכ"ל חברת הבת בארה"ב ונערך רה-ארגון של מערך השיווק של החברה בארה"ב ומונה מנהל חדש למפעל החברה בקליפורניה. בוצע רה ארגון בפעילויות בסין וסגירת פעילות מפסידה בברזיל. יושמו שורה של מהלכי התייעלות תפעולית באתר בישראל (צמצום משרות מטה, שיפור פרוץ, הורדת עלויות רכש, שינוי תמהיל מוצרים וכו') שהביאו לשיפור עקבי ומוכח בשיעורי הרווחיות, תוך שימת דגש על ניהול הון חוזר (תהליכי גבייה ורמות מלאי) ושיפור מהותי בתזרים הפנוי וביחסי רווח/חוב.

נתונים מתוך הדוחות הכספיים של לידר אודות חברת גמל

(במיליוני שקלים)	2020	2019	2018	2017	2016
הכנסות	176	208	210.9	202.7	213.8
רווח (הפסד) נקי	*3.5	*0.5	(4.01)	0.37	(5.17)
הון עצמי	63.2	63.2	61.7	64.2	

*הערכתנו על בסיס נתונים שפורסמו בדוחות הכספיים

סיכום מגזר התעשייה

בשנים האחרונות פעלה חברת לידר על מנת לייצל ולשפר את תוצאות מגזר התעשייה, לידר עשתה זאת באמצעות השקעות של כ-85 מיליון ₪ במפעל של חברת פינקלשטיין באלון תבור ותוך שינויים מהותיים בחברת גמל. על כן, תוצאות השנים האחרונות של מגזר התעשייה אינן תוצאות מייצגות אשר מהן ניתן לגזור את שווי החברות לפי שיטה השוואתית של מכפילי רווח. לאחר השנים בהן נזרעו הזרעים, יחד עם שותפיה מקרב הציבור. ורגע לפני קצירת הפירות יחדיו מבצעת ATE הצעת רכש תוך כדי המעטה בשווי החברות התעשייתיות. כראיה לפירות ההשקעות שנעשו בשנים האחרונות, מגזר התעשייה הרוויח ברבעון הראשון לשנת 2021 5.9 מיליון ₪ לעומת רווח של 1.2 מיליון ₪ ברבעון המקביל בשנת 2020 ולעומת רווח של 4.3 מיליון ₪ בשנת 2020 כולה. יתכן כי חלקו נובע מעליית ערך שווי המלאי בשל עליית מחירי הסחורות כפי שאנו יודעים שחל במגזר הפעילות של החברה, אך מכיוון שאין נתונים כספיים מלאים לא ניתן לדעת איזה חלק מהרווח נובע מהתייעלות ואיזה חלק נובע משינויי שווי מלאי.

מתוך הדוחות הכספיים של לידר לרבעון הראשון של שנת 2021

להלן תרומות תחומי הפעילות לרווח המיוחס לבעלי המניות לתקופה (במיליוני ש"ח):

לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר 2020	לתקופה שהסתיימה ביום 31 במרץ 2020	לתקופה שהסתיימה ביום 31 במרץ 2021	
(7.6)	(3.1)	(6.1)	החברה (*)
34.1	8.1	9.3	שוק ההון
(0.4)	(0.1)	(0.1)	נדל"ן
4.3	1.2	5.9	תעשייה
30.4	6.1	9.0	רווח בעלי המניות לתקופה

(*) הוצאות המימון אשר נכללו בתוצאות החברה (סולו) ברבעון כוללות הוצאות מימון חד פעמיות בסך של כ-3.7 מיליון ש"ח (הוצאות בגין קנס פרעון מוקדם בסך כ-2.5 מיליון ש"ח והקדמת הוצאת מימון בסך של כ-1.2 מיליון ש"ח עקב ביצוע הפדיון המוקדם של אגרות החוב (סדרה ז)).

2.4. תחום הנדל"ן

חברת לידר פעולת בתחום הנדל"ן באמצעות לידר קרואטיה, חברה בבעלות מלאה שהתאגדה בהולנד, נכון ליום 31.12.2020 לידר קרואטיה מחזיקה בשלוש חברות פרויקט קרואטיות המחזיקות שלושה נכסי נדל"ן (קרקעות) בחצי האי איסטריה בקרואטיה. בלידר קרואטיה נרשמו הפסדים בסך של כ-14.2 מיליון ש"ח במהלך שנת 2019 ושנת 2020. על פי החברה הפסדים אלו נגרמו בעיקר עקב הוצאות החזקת הקרקעות והטיפול בתהליכי השבחתן. ההפסד שנרשם בשנת 2019, הינו עקב ירידת ערך מלא מקרקעין בסך של 13.6 מיליון שקל (כ-20% בעוד בשוק הקרואטי מחירי הנדל"ן מאמירים. סה"כ הפחיתה לידר את שווי נכסיה בלידר קרואטיה ב-8.9 מיליון יורו (!) שהינם כ-42% משווי השקעותיה באמצעות לידר קרואטיה. נציין כי ירידות ערך חדות אלו בוצעו בחברה בעוד בקרואטיה מחירי הנדל"ן האמירו ב-3.8% בשנת 2017, 6.1% בשנת 2018, 9% בשנת 2019 וב-6.4% בשנת 2020.

פרויקט	שטח הקרקע (במ"ר)	זכויות בקרקע ומצב רישומי	שיעור החזקה בנכס	ייעוד הקרקע הצפוי והשטח המקסימלי לבניה למי תב"ע בתוקף (1)	שלב תכנוני בו מצוי הפרויקט (1) (2)	חלקה של לידר קרואטיה בעלויות ליום 31 בדצמבר 2020 (3)	הפרשות לירידת ערך הקבוצה ליום 31 בדצמבר 2020	שווי חלקה של לידר קרואטיה ליום 31 בדצמבר 2020
Svetvincenat	38,786	בעלות רשומה	100%	42 יחיד למגורים ויחידת מסחר בשטח כולל של כ-8,500 מ"ר ברוטו	קיימים היתרי בנייה בתוקף (למעט היתרי בנייה לתשתיות)	3,420	1,248	2,172 ⁽⁴⁾
Fazana ⁽⁵⁾	16,434	בעלות רשומה	100%	מגורים, מלונאות ומסחר בשטח מקסימלי של עד 30,000 מ"ר ברוטו ⁽⁶⁾	קיימת תביע מקומית מאושרת.	13,458	5,833	7,625
Kostabela ⁽⁷⁾	16,357	בעלות רשומה	50%	מגורים, בשטח של כ-8,000 מ"ר ברוטו	קיימת תביע מקומית מאושרת.	3,852	1,807	2,045 ⁽⁴⁾
סה"כ	81,183					20,730	8,888	11,842

נציין כי אין אנו מבצעים שמאיות נדל"ן, אך הפערים העצומים בין נתוני המאקרו בקרואטיה, לבין הנתונים בדוחות החברה מעלים שאלות מהותיות בשווי של עשרות מיליוני שקלים. גילוי מסמכים מלא אשר יסביר את התוצאות עשוי לשפוך אור על פערים אלו. איננו יכולים לדעת האם הוצאות פיתוח והסדרה של הקרקעות סווגו כהפסדים או שמה ישנם נתונים אחרים שהשפיעו על התוצאה. כך או כך הפחתה כה דרמטית מעוררת תהיות רבות. וכפי שנעשה בתחום התעשייה, נזרעו הזרעים בשיתוף בעלי המניות מקרב הציבור וכעת יקצרו הפירות כשהשליטה בידי בעלת השליטה בלבד.

לצורך הדוגמא החברה רשמה הפרשה בשנת 2019 בפרויקט Fazana בלבד של 13.2 מיליון ש"ח כ-3.4 מיליון יורו המהווים יותר מ-25% מעלויות הפרויקט. פרויקט Fazana הינו פרויקט בשטח של 16.5 דונם המיועד לבניה של 30 אלף מ"ר המיועדים למגורים מלונאות ומסחר. ההפחתה בפרויקט Fazana חריגה עוד יותר לאור העובדה כי בשנת 2019 עלו מחירי הנדל"ן בקרואטיה ב-9%.

3. הצעות הרכש

3.1. עיקרי הצעות הרכש

במהלך שנת 2020 הציעה ATE, בעלת השליטה בלידר, שלוש הצעות רכש. שלושת הצעות הרכש היו למעשה הצעות לעסקאות באינפורמציה א-סימטרית, שבו הרוכשת יודעת היטב את הפרטים ואת הערך של החברה הנרכשת, חשוף מבעוד מועד למידע מעמיק על חברות הבנות. והמוכרים,

בעלי המניות מקרב הציבור, נמצאים בעל כורחם במצב של קבלת החלטות תחת חוסר וודאות שגורם להם לתמחר בחסר את אחזקותיהם.

מצב של אינפורמציה אסימטרית, מוביל על פי כל המודלים הכלכליים לשיווי משקל שגוי ופוגע למעשה ביעילות השוק ובתמחור הנכסים בשוק. מצב זה של מידע חסר בנוגע לחברות התעשייה ולאחזקות הנדל"ן של לידר קרואטיה, הוביל להערכתנו כבר טרום הצעת הרכש לתמחור חסר של חברת לידר אחזקות בשוק ההון. על כן, בחינת הפרמיה המשולמת לכאורה בהצעת הרכש על מחיר השוק כלל אינה רלוונטית לדעתנו במקרה זה. כפי שנציג בהמשך העבודה גם הפרמיה על שווי האחזקות בספרים אינה רלוונטית כלל ועיקר במקרה דנן, והצגת פרמיות אלו על ידי בעלת השליטה במסגרת הצעות הרכש עניינן היחיד הינו הטעיית המשקיעים ותו לא.

חברת ATE ומר אליהו חורי החזיקו טרום הצעת הרכש כ 85.2% מחברת לידר השקעות. כאמור חברת ATE פרסמה טרום הצעת הרכש הנדונה, שתי הצעות רכש נוספות - הצעת הרכש הראשונה הוצעה לציבור בתאריך 21.7.2020 לפי שער של 0.59 ₪ למנייה המשקף שווי חברה של 283 מיליון ש"ח, והצעת הרכש השנייה הוצעה לציבור ביום 9.12.2020 לפי שער של 0.6 ₪ המשקף שווי חברה של כ 288 מיליון ש"ח.

הצעת הרכש הנדונה, השלישית במספר, הוצעה לציבור על ידי חברת ATE ב 30.12.2020 שכשלו שתי הצעות הרכש הקודמות. לכאורה מבחינת ATE מדובר בפעולה עסקית הגיונית ולגיטימית שבה יש ניסיון לבצע רכישת נכס, חברת לידר אחזקות במקרה זה, במחיר נמוך ככל שניתן. אולם ממסכת ניסיונות רכש אלו ניתן ללמוד כי הצעת הרכש כלל לא הייתה מבוססת על שווי המשקף את השווי לרוכש, או שווי כלכלי כלשהו, אלא ניסיון להגיע למחיר הנמוך ביותר בו המוכרים, בעלי המניות מקרב הציבור, שכאמור נמצאים בתנאי אי וודאות ועל בסיס אינפורמציה חסרה יאותו להיענות להצעת הרכש.

עיקרי הצעת הרכש שצויינו במפרט הצעת הרכש שפורסם ב 30.12.2020

- הצעת הרכש הוצעה לכלל בעלי המניות מקרב הציבור אשר החזיקו 70,915,335 מניות, שהינם כ 14.8% מהחברה, בתמורה ל 0.64 ₪ למנייה.
- נכון למועד הצעת הרכש החזיקו המצעים כ 85.2% ממניות החברה.
- מחיר הצעת הרכש גבוה בכ 9.97% מהמחיר הממוצע בששת החודשים שקדמו למועד פרום הצעת הרכש.
- מחיר הצעת הרכש גבוה בכ 9.78% ממחיר המניה יום קודם להצעת הרכש.
- הונה העצמי של החברה, על פי דוחותיה הכספיים המאוחדים של החברה ליום 30 בספטמבר 2020, עמד על כ 186,809 אלפי ₪. ההון העצמי למניה עמד על כ 0.39 ש"ח למנייה. מחיר הצעת הרכש למניה גבוה ב 64.14% מהונה העצמי למנייה.

את הפער בין המחיר המוערך על ידי בעלת השליטה לבין המחיר המוצע לבעלי המניות מקרב הציבור ניתן ללמוד מנתונים אותם פרסמה החברה בעצמה במסגרת הנפקת אגרות חוב באוקטובר 2019 (נספח א'), בו הציגה החברה כי השווי הנכסי שלה עומד על 456 מיליון ש"ח, נוסף ונציין כי מאז רשמה החברה רווח של כ 20 מיליון ש"ח, וזאת על אף הפחתות בשווי נכסי הנדל"ן עליהן נרחיב בהמשך העבודה בגובה של כ 27 מיליון ש"ח.

כלומר גם להערכת החברה עצמה שוויה הכלכלי עמד לכל הפחות על 476 מיליון ש"ח בחישוב נאיבי – שווי הגבוה בכ 169 מיליון ש"ח מהצעת הרכש הנדונה. עוד נציין כי בשל העובדה שמדובר בחברת אחזקות עם פעילות תפעולית מהותית, הצגת הפרמיה על ההון העצמי של החברה ולא על מחיר השוק הינה, לדעתנו, הטעיה לשמה.

מתוך מצגת החברה מאוקטובר 2019

שווי נכסי של לידר (במיליון ש"ח)	ליום 17.10.2019
378	אטראו שוקי הון
67	לידר קרואטיה (נדל"ן)*
35	מתכות פינקלשטיין*
72	גמל-שריד*
552	סה"כ נכסים
(85)	התחייבויות זמן ארוך – אג"ח
(6)	התחייבויות זמן ארוך – בל"ל
(16)	התחייבות בגין רכישת מניות גמל
2	השקעות אחרות
9	מזומן
(96)	סה"כ התחייבויות, נטו
17%	יחס חוב לנכסים (LTV)
456	שווי נכסי נטו
272	שווי שוק לידר השקעות

לפיכך, למעשה הצעת הרכש כלל לא היתה בפרמיה, וודאי שלא פרמיה של 64%. על פי שיטתם – הצעת הרכש הייתה למעשה בדיסקאונט של כ 35.5% אל מול השווי הכלכלי. נתון זה מלמד כי מעבר לסעד הערכה המגיע לבעלי מניות החברה, יש מקום לסעד גם לבעלי מניות אשר נענו להצעת הרכש גם על בסיס מידע חסר וגם על בסיס מידע מטעה.

4. ניתוח השוואתי

4.1. ניתוח השוק הפיננסי

תחום השירותים הפיננסיים מתחלק למספר סגמנטים עיקריים:

- ניהול השקעות באמצעות מנהלי תיקים
- ניהול השקעות באמצעות קרנות נאמנות
- ניהול קופות גמל
- ברוקראז'

כל הסגמנטים השונים נמצאים בשוק מצד אחד נמצאים ברמת תחרות גבוה מאוד, עם יתרון משמעותי לגודל, דמי ניהול נשחקים. מנגד היקף הנכסים גדל באופן חד והחברות מתייעלות באופן ניכר בזכות שיפורים טכנולוגיים בצד התפעולי. בעקבות התחרות, השוק עובר בשנים האחרונות קונסולידציה מתמשכת והופכת את השוק לפחות ופחות תחרותי.

מתחרי אטראו העיקריים בסגמנטים השונים:

- ניהול תיקים – פסגות, מיטב דש, אנליסט, פעילים, מור ואלטשולר שחם.
- ניהול קרנות נאמנות – אנליסט, מיטב דש, אלטשולר שחם, פסגות ומור.
- ניהול קופות גמל – אנליסט, מיטב דש, אלטשולר שחם, פסגות ומור.

חלק ניכר מהחברות המתחרות נסחרות בשוק ההון. על כן, נתונייהם הפיננסיים שקופים לציבור וניתנים להשוואה לחברת אטראו.

ב 12.2.2021 כחודש לאחר השלמת הצעת הרכש של ATE, פרסמה חברת אלטשולר שחם דיווח מידי אודות רכישת פסגות בית השקעות בע"מ. במסגרת העסקה נחשפו נתונים עיקריים לגבי חברת פסגות שאינה חברה ציבורית.

להלן טבלת השוואה של החברות המתחרות לאטראו:

חברה	שווי (מיליוני ₪)	נכסים מנוהלים (מיליארדי ₪)	הון עצמי בספרים	הכנסות (מיליוני ₪)	רווח	מכפיל הכנסות	מכפיל הון	מכפיל רווח
אטראו	708.0	66.3	227.5	572.5	75.1	1.24	3.11	9.43
אלטשולר	3,222.0	164.9	283.5	903.3	138.3	3.6	11.4	23.3
מור	800.0	32.6	105.8	217.3	15.4	3.68	7.56	52.12
אביא	746.0	46.2	550.4	443.9	94.6	1.7	1.4	7.9
אנליסט	213.0	17.1	161.9	101.4	6.9	2.10	1.32	30.82
מיטב דש	926.0	146.0	979.0	1,014.0	192.0	0.9	0.9	4.8
פסגות	910.0	122.0	1,310.0	513.0	-153.0	1.77	0.69	

* שווי חברת פסגות על פי נתוני עסקת אלטשולר-פסגות (אסמכתא 01-017773-2021)

ניתן ללמוד מהטבלה כי בהתאם לכך שמדובר בענף תפעולי, מכפילי ההון אינם מסבירים בצורה טובה את תמחור המניות ויש שונות גבוהה בין מכפילי ההון. מנגד מכפילי הרווח גם הם בעלי שונות גבוהה יחסית למרות שמדובר בחברות תפעוליות וזאת מכיוון שרווחיות החברות מושפעת גם מהביצועים התנודתיים של החברות בתיקי הנוסטרו שחלקן מנהלות.

מכפילי ההכנסות הם המכפילים המסבירים בצורה הטובה ביותר את שווי החברות, שכן רכישות שנעשות בתעשייה נעשות על בסיס היקף הנכסים המנוהלים ודמי הניהול הממוצעים שהם למעשה הנכס העיקרי של חברות ניהול השקעות. נציין כי מבחינת דמי הניהול הממוצעים אטראו בולטת מאוד לחיוב ביחס למתחרים.

בתעשייה ישנן שתי חברות בולטות באופן חריג בשיעורי הצמיחה שלהן ביחס ליתר החברות: אלטשולר צמחה בשנת 2020 ב 40.7% בהיקף הנכסים המנוהלים ומור צמחה ב 30.8% בהיקף הנכסים.

על כן, חישבנו את המכפילים הממוצעים בתעשייה פעם אחת עם חברות אלו ופעם אחת בנטרול החברות הני"ל.

חברה	שווי (מיליוני ₪)	נכסים מנוהלים (מיליארדי ₪)	הון עצמי בספרים	הכנסות (מיליוני ₪)	רווח	מכפיל הכנסות	מכפיל הון	מכפיל רווח
ממוצע ללא אטראו	1,136.2	88.1	565.1	532.2	49.0	2.1	3.8	21.4
ממוצע ללא אטראו ומור ואלטשולר	698.8	82.8	750.3	518.1	35.1	1.62	1.08	14.51

4.2. ניתוח שוק תעשיית המתכת

תחום המתכות מחולק למספר רב של סגמנטים, פעילות פינקלשטיין מתמקדת בייצור ושיווק של מוטות ופרופילים (מוצרים חצי מוגמרים) מסגסוגת נחושת למיניהן המשמשים למגוון רחב של תעשיות.

פינקלשטיין מושפעת ממחירי חומרי הגלם אשר עלו באופן חד בשנה האחרונה במהלך שנת 2020 עלה מחיר הנחושת ב 25.7% וברבעון הראשון של שנת 2021 עלו מחירי הנחושת ב 16.1% נוספים. אנו מעריכים כי מחירי הנחושת תומכים ברווחי חברת פינקלשטיין בזכות המלאי אותו מחזיקה החברה, העומד על כ 60 מיליון ש"ח.

בנוסף בתקופה האחרונה התחזקה המגמה של מעבר למוצרים מופחתי עופרת לשימוש בצנרת מים ואינסטלציה. מגמה זו נתמכת בתקינה שנכנסה לתוקף בישראל ובהסדרה פדרלית בארה"ב שהותקנה בשנת 2020 אשר תיכנס לתוקף תוך שלוש שנים. פינקלשטיין מייצרת מוצרים מופחתי עופרת וצופה כי לאור המגמה, תחול בשנים הקרובות עלייה בביקושים למוצרים מסוג זה. פינקלשטיין גם מפתחת באופן שוטף סגסוגת נחושת חדשות ממשפחות מוצריה השונים בהתאם לדרישות הלקוחות. במהלך שנת 2020 פינקלשטיין הגישה וקיבלת אישור לביצוע תוכנית מחקר ופיתוח למדען הראשי במשרד התמי"ת לשיפור תהליכי ייצור. החברה זכאית לקבלת עד 813 אלפי ₪ שמתוכם קיבלת החברה 540 אלפי ₪.

בתחום פעילותה צבר ההזמנות הינו לטווחי זמן קצרים מאוד, הגידול בצבר מהרבעון נכון לסוף שנת 2020 לעומת שנת 2019 עומד על כ 20% (!).

נכון לסוף שנת 2020 פינקלשטיין מנצלת כ 50% בלבד מכושר הייצור שלה. מבחינת תחרות בשוק המתכות החברות אשר מתחרות בפינקלשטיין על פי דוחות לידר הינן: סקופ מתכות, מ.פלוזשטיין, בי.טי.אי, מיסב סימט, מתכות א.ג. הירשפלד ועוד... החברה הציבורית היחידה המתחרה בחברה הינה חברת סקופ מתכות אשר נסחרת בשווי שוק של 1.14 מיליארד ₪ לפי מכפיל רווח של 14.4 ומכפיל הון של 2.4.

ניתוח ענף ההשחזה

קבוצת גמל המתמחה בתחום ההשחזה מתמקדת במוצרים מתכלים אשר משמשים בתהליכי יצור שונים, מוצרי החברה מתמקדים בשלושה קווי מוצרים: לטש פלקס וקרמי. לטש – מוצרים המשמשים לתעשיות המתכת הבניה וכוללים דיסקים, וחגורות לטש. פלקס – דיסקים לחיתוך והשחזה לתעשיית המתכת והבניה. קרמי – אבני השחזה אשר בד"כ מותאמות ספציפית לצרכי הלקוח. בנוסף קבוצת גמל משווקת ללקוחותיה כלי עבודה חשמליים מיצרנים שונים. במהלך שנת 2020 חל קיטון בביקושים בקו הקרמי שמשמש בעיקר את ענף התעופה אשר נפגע ממשבר הקורונה. קבוצת גמל מפתחת באופן שוטף מוצרים חדשים על מנת להיטיב את יכולתה להתחרות בשוק המקומי והעולמי. שיעור ניצול כושר הייצור של גמל עומד על בין 50% עד 85% בקווי הייצור השונים. לקבוצת גמל סימני מסחר רשומים אשל להם חשיבות רבה להערכת החברה. מתחרותיה של גמל על פי דוחותיה של לידר הינן Saint-Gobain Abrasives אשר נסחרת בבורסה בפריז לפי מכפיל הון של 1.64 ולפי מכפיל רווח של 66.2, וחברת 3M אשר נסחרת במניו יורק לפי מכפיל הון של 8.9 ומכפיל רווח של 20.46.

חברת לידר קרואטיה מחזיקה בשלושה נכסי נדל"ן (קרקעות) אשר מיועדות למגורים, מלונאות ומסחר בקרואטיה, נכון ל 31.12.2020 השקיעה החברה סה"כ סכום של 20.73 מיליון יורו בקרקעות בקרואטיה, לגביהן בוצעו הפחתות של 8.9 מיליון יורו. שווי הקרקעות בספרי החברה נכון לסוף 2020 עומד על כ 11.84 מיליון יורו בלבד. הסביבה הכלכלית של החברה אינה שונה באופן אשר מובהר בדוחות הכספיים מסביבת הנדל"ן למגורים בקרואטיה בכלל.

בחנו את מחירי הנדלן למגורים בקרואטיה בשנים האחרונות על פי נתונים המפורסמים על ידי הבנק המרכזי בקרואטיה, NHB. להלן נתוני השינויים השנתיים במדד המחירים לדיור בשנים האחרונות:

Table J3: House price indices

Year	Annual rate of change (in %) ²⁾					
	Total	New dwellings	Existing dwellings	City of Zagreb	Adriatic coast	Other
2010	-6.3	-7.8	-5.2	-8.9	-4.4	-4.0
2011	0.2	1.8	-1.0	-0.4	1.2	-0.5
2012	-1.6	-0.3	-2.5	-2.0	-1.8	-0.5
2013	-3.9	-3.5	-4.2	-5.8	-3.0	-4.1
2014	-1.6	-2.1	-1.3	-1.3	-2.0	-0.8
2015	-2.9	-6.1	-1.4	-2.1	-3.3	-2.7
2016	0.9	-3.4	1.8	0.7	1.3	-0.8
2017	3.8	-0.1	4.6	4.3	4.4	0.6
2018	6.1	3.6	6.6	10.7	5.3	0.5
2019	9.0	8.3	9.1	13.2	6.9	3.8

להלן השינוי הרבעוני בשנת 2019 ושנת 2020 במחירי הדירות, כאשר בעמודה השמאלית הוספנו את השינוי המצטבר מאמצע שנת 2019 בו שיערכה לידר בדוחותיה את ערך הנדלן בקרואטיה ב 67 מיליון ₪.

Year	Quarter	Basic indices, 2015 = 100 ¹⁾						חישוב מצטבר Q2 2019מ
		Total	New dwellings	Existing dwellings	City of Zagreb	Adriatic coast	Other	
2019	Q1	117.55	109.00	119.52	125.02	118.67	100.59	
	Q2	120.60	106.55	123.40	131.15	119.24	102.24	
	Q3	121.36	109.07	123.90	133.46	118.05	103.98	
	Q4	124.90	108.49	128.08	137.38	120.35	109.64	1.9%
2020	Q1	128.25	107.69	132.12	140.79	125.39	109.31	1.2%
	Q2	130.57	111.34	134.23	142.54	126.30	115.90	4.6%
	Q3	129.75	110.83	133.35	141.09	126.91	113.35	4.1%
	Q4	132.95	108.66	137.45	145.45	127.61	119.45	2.0%

נתוני המאקרו בנוגע לשוק הנדל"ן בקרואטיה, אינם עולים בקנה אחד (בלשון המעטה), עם תוצאות החברה שהפחיתה מעל 40% משווי נכסי הנדל"ן שלה בשנה וחצי בהן שוק הנדל"ן הקרואטי היה בעליה.

5. הערכת השווי

5.1. מתודולוגיה בהערכת השווי

- שיטות שונות נהוגות להערת שווי של חברות והעיקריות שבהן הן:
 - I. שיטת DCF בהן מהוונים את התזרימים של חברות על מנת לקבוע את הצפי של החברה בהתחשבות בהכנסות בשנים קודמות בשיעורי הצמיחה במכירות ומגמת ההתייעלות בחברות ותוך התחשבות ונטרול אירועים חד פעמיים וכו'. שיטה זו מקובלת בעיקר כאשר מדובר בחברות תפעוליות ומקובלת פחות בחברות אחזקה. שיטה זו אינה אפשרית ליישום ברמת החברות בתחום התעשייה של לידר בשל העדר נתונים מלאים.
 - II. שיטת NAV (Net Asset Value) – שיטה זו מקובלת מאוד בחברות אחזקה בכלל ובחברות בעלות נכסים לא תזרימיים כגון לידר קרואטיה. על פי מודל NAV זה מעריכים את שווי נכסי החברה (באמצעות הערכות DAF לחברות תפעוליות או שמאיות בחברות נכסים), ומפחיתים שווי האחזקות את שווי התחייבויות החברה, כך למעשה מגיעים לשווי נכסי החברה נטו.
 - III. שיטה השוואתית (שיטת המכפילים) – על פי השיטה ההשוואתית משווים את נתוני החברה (רווח / הון / הכנסות) ביחס לתעשייה בה היא פועלת מתוך הנחה כי בתעשיות דומות התמחור היחסי דומה בין החברות. מודל זה לוקה בחסרונות רבים, אך נותן אינדיקציה טובה יחסית לשווי כאשר הנתונים לשימוש במודלים האחרים אינם קיימים.

5.2. הערכת השווי לאטראו

בעבודה זו לצורך הערכת השווי של חברת אטראו השתמשנו במודל DCF על בסיס דוחותיה הכספיים אותן היא מפרסמת כחברה ציבורית. בנוסף אשררנו את תוצאות המודל על בסיס שיטת המכפילים הנהוגים בתעשייה זו.

הערכת השווי לפי מודל DCF

- על פי חישובנו שיעור ההיוון לחברת אטראו עומד על 12.5%.
- הערכנו את שיעור הצמיחה הפרמננטי של חברת אטראו ב 3.5% בלבד למרות שיעורי צמיחה גבוהים משמעותית בשנים האחרונות וזאת גם לאור התחרותיות הגוברת בענף וגם לצורך השמרנות היתרה.
- הנחות המודל:
- שיעור הצמיחה בהכנסות בשנת 2021 תהיה בהתאם לשיעור הצמיחה ברבעון הראשון של שנת 2021.
 - שיעור הצמיחה בשנת 2022 יעמוד על 5% בלבד וירד בכחצי אחוז מידי שנה עד שיתייצב על 3.5% לשנה.
 - שיעור ההוצאות התפעוליות יעמוד על 16% מההכנסות ויפחת מידי שנה ב 0.2% עד לרמה של 15.6% בשנה המייצגת.

להלן טבלת הרגישות שהתקבלה על פי מודל ה DCF בהתאם לשיעורי הרווח שונים ושיעורי צמיחה שונים:

שיעור צמיחה				
3.7%	3.5%	3.3%		
980,597	965,378	950,859	12.0%	רווח ממוצע
945,544	937,051	923,523	12.3%	
923,523	910,324	897,699	12.5%	
902,497	890,006	878,046	12.8%	
882,401	870,567	859,227	13.0%	

השווי של חברת אטראו נע להערכתנו בין 859 מיליון ₪ לבין 980 מיליון ₪.

הערכת השווי לפי שיטת המכפילים

מכפילי הרווח עשויים להטעות מאוד במקרה של חברות הפיננסים - זאת מהסיבה שרווחי החברות תנודתיים מאוד בשל רווחי נוסטרו של החברות. לעומת זאת מכפיל ההכנסות מהווה אינדיקציה איכותית הרבה יותר לפעילות התפעולית שמושפעת מגובה הנכסים המנוהלים במכפלת דמי הניהול הממוצעים המובילים לסך ההכנסות של החברה ומושפעת מצמיחת החברה ולא מרווחי הנוסטרו של החברות.

כאשר חברות ניהול השקעות נרכשות, הרוכש למעשה רוכש את הנכסים המנוהלים עם דמי הניהול כפי שסוכמו עם הלקוחות – הוא בד"כ אינו ממוזג בד"כ את המחלקות התפעוליות ואת מחלקות ההשקעות. לדוגמא עסקת פסגות (מצ"ב נספח ב') בוצעה לפי שווי של 911 מיליון ₪ כשהכנסות החברה עומדות על כ 513 מיליון ₪ כשהכנסות החברה עומדות על 513 מ' ₪ בשנה והחברה הפסידה 153 מיליון ₪ בשנה. הונה העצמי של פסגות עמד על 1.31 מיליארד ₪ כשרוב החברות הנסחרות במכפילי הון ממוצעים גבוהים מ 1 והחברות הצומחות בתעשייה נסחרות אף במכפילי הון מעל ל 7. כל כן, להערכתנו, המכפיל האיכותי ביותר לדעתנו עבור הערכת שווי בתעשייה זו הינו מכפיל ההכנסות (שווי שוק חלקי סך ההכנסות).

חברה	שווי (מיליוני ₪)	נכסים מנוהלים (מיליארדי ₪)	הון עצמי בספרים	הכנסות (מיליוני ₪)	רווח	מכפיל הון	מכפיל רווח
אטר או	708.0	66.3	227.5	572.5	75.1	3.11	9.43
אלטלר	3,222.0	164.9	283.5	903.3	138.3	11.4	23.3
מר	800.0	32.6	105.8	217.3	15.4	7.56	52.12
אביא	746.0	46.2	550.4	443.9	94.6	1.4	7.9
אגיסט	213.0	17.1	161.9	101.4	6.9	1.32	30.82
מיטב דש	926.0	146.0	979.0	1,014.0	192.0	0.9	4.8
פסגות	910.0	122.0	1,310.0	513.0	-153.0	1.77	0.69

בטבלה ניתן לראות כי מבחינת מכפיל הרווח (עמודה שמאלית) חברת אטראו מתומחרת בחסר באופן יחסי לענף. מבחינת מכפילי ההון איביאי ואגליסט, שהן החברות שצומחות פחות בענף מתומחרות במכפילי הון נמוכים משמעותית מאטראו, אולם מכפילי ההון של מור ואלטשולר גבוהים פי שלושה מאטראו.

טבלה זו מבליטה באופן חד את העובדה כי ציון הנתון שהפרמיה המשולמת על ההון העצמי הינה פרמיה של 64% על ההון העצמי הינו נתון מטעה ביותר כאשר באופן שוטף האחזקה המשמעותית

ביותר של החברה נסחרת בפרמיה 211% על ההון העצמי (!).

נתונים אלו מדגישים גם את העובדה שבחברות תפעוליות, החשיבות של ההון העצמי בספרים אינה גבוהה. המכפילים המהותיים למשקיעים הינם מכפיל הרווח ומכפיל ההכנסות, אם כי, גם מכפילי הרווח בעלי שונות גבוהה יחסית למרות שמדובר בחברות תפעוליות וזאת מכיוון שרווחיות החברות מושפעת גם מהביצועים התנודתיים של החברות בתיקי הנוסטר שחלקן מנהלות.

מכפילי ההכנסות הם המכפילים המסבירים בצורה הטובה ביותר את שווי החברות, שכן רכישות שנעשות בתעשייה נעשות על בסיס היקף הנכסים המנוהלים ודמי הניהול הממוצעים שהם למעשה הנכס העיקרי של חברות ניהול ההשקעות.

הערכת השווי של אטראו לפי מכפילים

על מנת לבסס את ממצאנו במודל ה DCF ערכנו גם הערת שווי על פי שיטת מכפיל ההכנסות ומכפיל הרווח, לצורך הערכה בסעיף זה השתמשנו פעם במכפילים אשר חושבו על כל החברות המתחרות אשר היה קיים מידע ציבורי לגביהן. ופעם אחת לצורך הערכה השמרנית בממוצע המכפילים בנטרול שתי החברות בעלות הצמיחה החדה ביותר בתעשייה, אלטשולר ומור. ניתן לאות בטבלה שלהלן כי השווי השמרני שחישבנו על פי שיטת המכפילים מוביל לשווי אשר נמצא בתחום העליון של הערכת השווי לפי שיטת DCF.

חברה	מכפיל הכנסות	מכפיל רווח	ממוצע
אטר או	1,223.0	1,606.9	1,415.0
אטר או ש מר ני	925.8	1,089.8	1,007.8

5.3. הערכת השווי לפינקלשטיין תעשיות

לאור העובדה כי לא ניתן להשתמש במודל DCF על בסיס המידע הקיים על חברת פינקלשטיין, ובשל הבעייתיות הקיימת להשתמש במכפילי רווח במקרה שלהלן, ביססנו את הערכת השווי על פי מכפילי ההון של החברה. על פי בדיקתנו מכפילי ההון במדד ת"א תעשייה עומד על כ 3.2, ומכפיל ההון של החברה הציבורית היחידה שמתחרה לפינקלשטיין, סקופ, נסחרת במכפיל 2.5. על כן את הערכתנו השמרנית לחברת פינקלשטיין ביססנו על מכפיל הון הנמוך של סקופ, את הערכה הריאלית של חברת פינקלשטיין ביססנו על מכפיל ההון הממוצע בחברות תעשייה הנסחרות בתל אביב. שווי ההון העצמי של חברת פינקלשטיין עומד על 66 מיליון ₪ נכון לסוף שנת 2020 ועל כן השווי אותו אנו מערכים לפי שיטת מכפיל ההון עומד על סך של 165 מיליון עד 211.2 מיליון ₪. חלקה של לידר בחברת פינקלשטיין כאמור הינו 50% ועל כן שווי אחזקתה בחברת פינקלשטיין מוערך על ידנו בשווי שבין 82.5 לבין 105.6 מיליון ₪.

5.4. הערכת השווי לגמל

לאור העובדה כי לא ניתן להשתמש במודל DCF על בסיס המידע הקיים על חברת גמל, ובשל הבעייתיות הקיימת להשתמש במכפילי רווח במקרה שלהלן, ביססנו את הערכת השווי על פי מכפילי ההון של החברה.

על פי בדיקתנו מכפילי ההון במדד ת"א תעשייה עומד על כ 3.2, ומכפילי ההון הנמוך מבין החברות המתחרות, שהוא מכפיל ההון של חברת Saint-Gobain Abrasives שעומד על 1.6.

על כן, את הערכתנו השמרנית לחברת גמל ביססנו על מכפיל הון הנמוך של Saint-Gobain Abrasives, את הערכה הריאלית של חברת גמל ביססנו על מכפיל ההון הממוצע בחברות תעשייה הנסחרות בתל אביב.

שווי ההון העצמי של חברת גמל עומד על 63.2 מיליון ₪ נכון לסוף שנת 2020 ועל כן השווי אותו אנו מערכים לפי שיטת מכפיל ההון עומד על סך של 101.1 מיליון עד 202.2 מיליון ₪. חלקה של לידר בחברת גמל כאמור הינו 100% ועל כן שווי אחזקתה שווה לשווי החברה.

5.5. הערכת השווי ללידר קרואטיה

לאור ממצאנו בעבודה זו, ובשל חוסר היכולת שלנו להעריך באופן הוגן את שווי הקרקעות בקרואטיה, נציין כי לדעתנו יש לבצע הערכות שווי בלתי תלויות לקרקעות על מנת להעריך את שוויין הכלכלי האמיתי.

לצורך הערכת השווי הכלכלי הריאלי של החברה הערכנו כי שווי נכסי החברה לא השתנה מ 30.6.2019 כלומר עמדו על 67 מיליון ₪, לצורך השמרנות הפחתנו את החוב בחברה העומד על כ 7 מיליון ₪. לצורך אמידת השווי השמרני הערכנו כי רק מחצית מהפחתת השווי הינה הפחתה ריאלית, כלומר עבור השווי השמרני הנחנו כי שווי לידר קרואטיה עומד על סך של כ 50 מ' ₪.

5.6. הערכת פרמיית Going Private

למחיקת חברה מהמסחר ישנם יתרונות רבים לבעל השליטה, ביניהם:

- הפחתת עומס רגולטורי על החברה הדורש משאבים ניהוליים וכרוך בעלויות.
- התייעלות תפעולית – כגון ביטול כפל משרדים ותפקידי מטה.
- יצירת סינרגיה חזקה בין חברות.
- ביטול חשיפה של מצב פיננסי ועסקי למתחרים, לספקים וללקוחות.
- פחות חשיפה לביקורת ציבורית בנוגע לתגמול בכירים.
- יכולת קבלת החלטות מהירה בנושאים בהם יש עניין אישי לבעל השליטה.

על כן בעלי שליטה מוכנים לשלם פרמיה משמעותית על מחיר השוק כאשר הם מוחקים את החברה מהמסחר.

בעבודה זו לא חישבנו את גובה הפרמיה שכדאי היה לבעלי השליטה לשלם בעבור המחיקה מהמסחר, מכיוון שחלק זה להערכתנו אינו מהווה חלק אשר אמור להיות משולם כסעד הערכה עבור בעלי המניות מטעם המיעוט שהתנגדו להצעת הרכש. על אף זאת אנו רואים לנכון להציג שני מאמרים בנוגע למקרים של רכישת מניות ועל הערך המוסף בעקבות הפיכת החברה לחברה פרטית.

It comes as no surprise to find conclusive evidence that most or all of the value creation from acquisitions accrues to the shareholders of the target company, since the target shareholders are receiving, on average, such high premiums over their stock's preannouncement market price—typically about 30 percent.

ומתוך מאמרים של קנתי לין ואנט פולסן² שפורסם ב of Finance Journal בו החקרים כימתו את הפרמיה בעת הפיכת חברה ציבורית לחברה פרטית

We also measured the average premium paid in going private transactions, computed as the non-market-adjusted return (including dividends paid) from 20 trading days immediately preceding the going private announcement to the final price at which the firm's common equity traded. The average value of the premium for the 257 firms in the sample for which we obtained these data is 36.1% (t-statistic = 22.4). Since premiums are measured directly and because premiums are measured over the full period of the going private transaction, we use premiums, rather than abnormal returns, as the independent variable for the tests that follow.¹⁵

אומנם מדובר במאמרים אלו בפרמיות על מחיר השוק ולא ביחס לשווי הכלכלי, אך במקרה נשוא הבקשה לסעד הערכה שולם גם ביחס למחיר השוק פרמיה של פחות מ 10% מעל מחיר השוק, פרמיה זו הינה נמוכה באופן חריג ביחס למקובל במקרים אלו שבהם החברה נסחרת בשווי נמוך משמעותית משווייה הכלכלי (דיסקאונט עמוק) בשל חוסר שקיפותה.

5.7. הערכת השווי הכולל של לידר אחזקות

על פי "ניתוח שווי נכסי" שפרסמה החברה באוקטובר 2019 החברה הציגה כי שווי הנכסים נטו שלה הסתכם ל 465 מיליון ₪, שווי הגבוה ב 51.4% משווי הצעת הרכש שהציעה ATE כשנה מאוחר יותר וזאת לאחר שרשמה רווחים של כ 20 מיליון ₪ ולמרות הפחתות חדות שערכה בנכסיה ללא הסברים מספקים.

בניתוח לידר השתמשה בשווי השוק של חברת אטראו ליום 17.10.19 ובשווי הנכסי של חברות הבנות הפרטיות.

על פי חוות דעתנו זו, להבדיל מניתוח השווי הנכסי של לידר, הערכנו את שווי אטראו לפי מודל DCF ואת החברות התעשייתיות לפי מכפילי ההון הנהוגים בתעשייה.

להלן טבלה המרכזת את שווי חברת לידר נכון ל 31.12.2021

את השווי הנאיבי בטבלה חישבנו על פי שיטת לידר עצמה אשר השתמשה בשווי השוק של אטראו בבורסה והשתמשנו עבור יתר החברות בשווי הספרים.

עבור הערכה הריאלית השתמשנו בשווי ה DCF שמצאנו עבור חברת אטראו, בשווי על פי המכפיל המקובל בחברות תעשייה עבור החברות התעשייתיות ובשווי הרכישה של נכסי הנדלן של לידר קרואטיה.

² Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transaction, The Journal of finance, Vol 44

עבור הערכה השמרנית השתמשנו בקצה התחתון של טבלת הרגישות אותה ערכנו במסגרת הערכת אטראו באמצעות מודל ה DCF, בשווי חברות התעשייה על פי מכפיל הון שמרני של 2.5 ועבור חברת לידר קרואטיה בשווי המתחשב רק במחצית הפחתה אותה ביצעה לידר.

להלן טבלת השווי הכלכלי לחברת לידר לפי הערכות השונות שביצענו:

לסוף שנת 2020	אחוז אחזקה	לפי שווי נאיבי	הערכה שמרנית	הערכה ריאלית
נכסים				
נכסים נזילים (סולו)	100%	56.99	56.99	56.99
חברות מוחזקות				
אטראו	45.85%	324.7	393.96	417.38
גמל שריד	100%	63.2	101.12	202.24
פינקלשטיין	50%	66	82.5	105.6
לידר קרואטיה	100%	40.2	50.1	60
סה"כ נכסים		551.09	684.67	842.21
סה"כ התחייבויות (סולו)		124.96	124.96	124.96
סה"כ שווי לידר אחזקות		426.13	559.71	717.25

עוד נציין כי בהערכת שווי זו תמחרנו את השווי הנכסי של נכסי לידר אחזקות, שהוא השווי אשר לפיו יש לפצות את בעלי המניות מקרב הציבור, שווי זה אינו לוקח בחשבון את פרמיית השליטה המלאה אשר ממנה נהנים רק בעלי השליטה בחברה לאחר רכישת החברה.

6. הערכת הסעד

לפי השווי הכלכלי אליו הגענו פער השווי אל מול הצעת הרכש עומד על כ 410 מיליון ₪, פער זה גוזר סעד הערכה לבעלי המניות שלא נענו להצעת הרכש, המחזיקים 4.03% של 16.5 מיליון ₪, משמע – המחיר בהצעת הרכש היה נמוך ב 33.55% אחוזים מהשווי ההוגן של המניות. בנוסף ממצאנו העלו כי ישנה פגיעה בבעלי מניות מקרב הציבור שנענו להצעת הרכש על בסיס מידע חסר ומטעה, לבעלי מניות אלו נגרם נזק בגובה של 33.3-44.16 מיליון ₪.

לפי שווי נאיבי	הערכה שמרנית	הערכה ריאלית
פער השווי מול הצעת הרכש	118.98	410.10
סעד הערכה לבעלי מניות שלא נענו	4.79	16.53
סעד לבעלי מניות שנענו להצעת הרכש	12.81	44.17
הפגיעה בכלל בעלי המניות מקרב הציבור	17.61	60.70

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 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'.
- מרצה באקדמיה לפיננסים BDO.