

# חוות דעת כלכלית

אמידת הנזק הכלכלי שנגרם  
לבעלי מניות תדיראן גרופ בע"מ



**MACRO**  
Financial Consulting

מאי 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 ליאור להב ויצחק אבירם להגיש חוות דעת זו במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד המשיבה, תדיראן גרופ בע"מ (להלן: "תדיראן" או "החברה"), ודירקטוריון החברה, בעקבות הנזק שנגרם לבעלי המניות של תדיראן, שרכשו מניותיה מבלי שהובא לידיעתם, כי חלו כבר ביום 11.11.2022 או בסמוך לכך, שינויים משמעותיים בסביבה העסקית שבה פועלת חברת בת בבעלות מלאה של תדיראן באיטליה, שהובילו להשפעה שלילית על פעילות החברה בתחום האנרגיה ובכלל זאת על פעילות הקבוצה בשיווק והפצת מוצרים למערכות פוטו-וולטאיות בישראל ובאיטליה, ולפגיעה מהותית בשווי הפעילות וסיכויי הרווח - 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. המבקש הינו אחי אך אין לכך כל השפעה על העבודה המקצועית בחוות הדעת או על בחינת האירוע ואין לי כל תלות בעבודה זו לענייני.

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

31.5.2023

תאריך

## תוכן העניינים

1. תמצית חוות הדעת.
2. על החברה.
3. תמצית האירועים
4. הגדרת הקבוצה המיוצגת
5. מתודולוגיה בחוות הדעת.
6. חקר אירוע באמצעות מודל השוק Event study – Market model
7. תוצאות המודל הנאמד.
8. אמידת שיעור הנזק בעקבות האירוע.
9. הנזק לחברי הקבוצה המיוצגת.
10. חישוב הנזק לתובע המייצג.
11. סיכום ומסקנות.
12. מקורות מידע.
13. תמצית השכלה וניסיון של הכותב.

## 1. תמצית חוות הדעת

1.1. חוות הדעת עוסקת בבחינת שאלת קיומו וכימותו של הנזק הכלכלי, שנגרם למחזיקי מניות תדיראן בשל הטעייה והסתרת מידע מהותי החל מיום 11.11.2022 ועד יום 17.5.2023 בנוגע לשינויים בסביבה העסקית באיטליה אשר הובילו לפגיעה קשה בתוצאות החברה (להלן: "האירוע").

1.2. ביום 17.5.2023 דיווחה החברה במסגרת דוחותיה הכספיים לרבעון הראשון לשנת 2022 אודות האירוע (להלן: "יום הגילוי"). הגילוי, אשר גילה לציבור המשקיעים אודות השינויים בסביבה העסקית, הוביל לירידות חריפות בשווי מניית תדיראן בבורסה, זאת כאשר החלו המשקיעים לתמחר את הנזק שנגרם לחברה בעקבות האירוע. להלן השינויים היומיים במניית תדיראן ביחס למדדי הייחוס הרלוונטיים:

SME 150	מדד ת"א 125	תדיראן	
-1.57%	-0.57%	-4.33%	16/05/2023
0.57%	1.34%	-6.51%	17/05/2023
0.11%	0.04%	-1.97%	18/05/2023
-0.29%	-0.63%	-4.60%	21/05/2023
-0.35%	-0.58%	1.56%	22/05/2023
-1.23%	-1.08%	0.41%	23/05/2023
-1.20%	-1.03%	-0.88%	24/05/2023
0.33%	0.74%	-1.11%	28/05/2023
-0.63%	-0.28%	-4.73%	29/05/2023

1.3. במצטבר, בשמונת ימי המסחר סביב ההודעה צנחה מניית חברת תדיראן במעל 22%, וזאת כשמדדי הייחוס נסחרו בירידות מתונות בהרבה.

SME 150	מדד ת"א 125	תדיראן	תאריך
-1.57%	-0.57%	-4.33%	16/05/2023
-1.00%	0.76%	-10.55%	17/05/2023
-0.89%	0.80%	-12.32%	18/05/2023
-1.18%	0.17%	-16.35%	21/05/2023
-1.53%	-0.41%	-15.04%	22/05/2023
-2.75%	-1.49%	-14.69%	23/05/2023
-3.91%	-2.50%	-15.44%	24/05/2023
-3.60%	-1.78%	-16.38%	28/05/2023
-4.20%	-2.06%	-20.33%	29/05/2023

1.4. הקבוצה המיוצגת על פי בקשת האישור, הינה "מי שרכשו את מניות חברת תדיראן החל מיום 11.11.2022, או בסמוך לכך, הוא היום בו פרסם משרד הכלכלה והפיננסים של איטליה הודעה לעיתונות אודות שינויים דרמטיים בתוכנית שהונהגה באיטליה החל מ-2020 במסגרתה ניתנה הטבת מס שנודעה בשם "סופרבונוס" ע"י הממשלה לפיה ניתן החזר בערך 110% מעלות שיפוצים ירוקים בנכסי נדל"ן, והחזיקו אותן ביום 17.5.2023 בו פרסמה תדיראן את הדוח הכספי שלה לרבעון ה-1 של 2023 ובו גילתה כי ההטבה המנויה לעיל בוטלה על ידי ממשלת איטליה"

1.5. אמידת הנזק בחוות דעת זו בוצעה ע"י ידי שימוש במודל Event Study (שיטת חסרון הכיס המקורבת), המנטרל אירועים אקסוגניים לחברה, מעבר לממצאים האמפיריים על קיום הנזק, על מנת לאשרר את הממצאים לכימות הנזק, אנו מצגים גם ממצאים מתוך הדוחות הכספיים של החברה.

1.6. על פי ממצאנו, בנטרול השפעת השוק מניית תדיראן איבדה כ- 16.07% בעקבות האירוע המהווים 60.14 ₪ למניה.

1.7. משקיעים אשר רכשו את מניות החברה אחרי ה- 11.11.2022, מבלי שידעו על השינויים המשמעותיים בסביבה העסקית, ולא מכרו עד תאריך 17.5.2023, נפגעו על פי הערכתנו בשווי כולל של כ- 101 מיליון ש"ח.

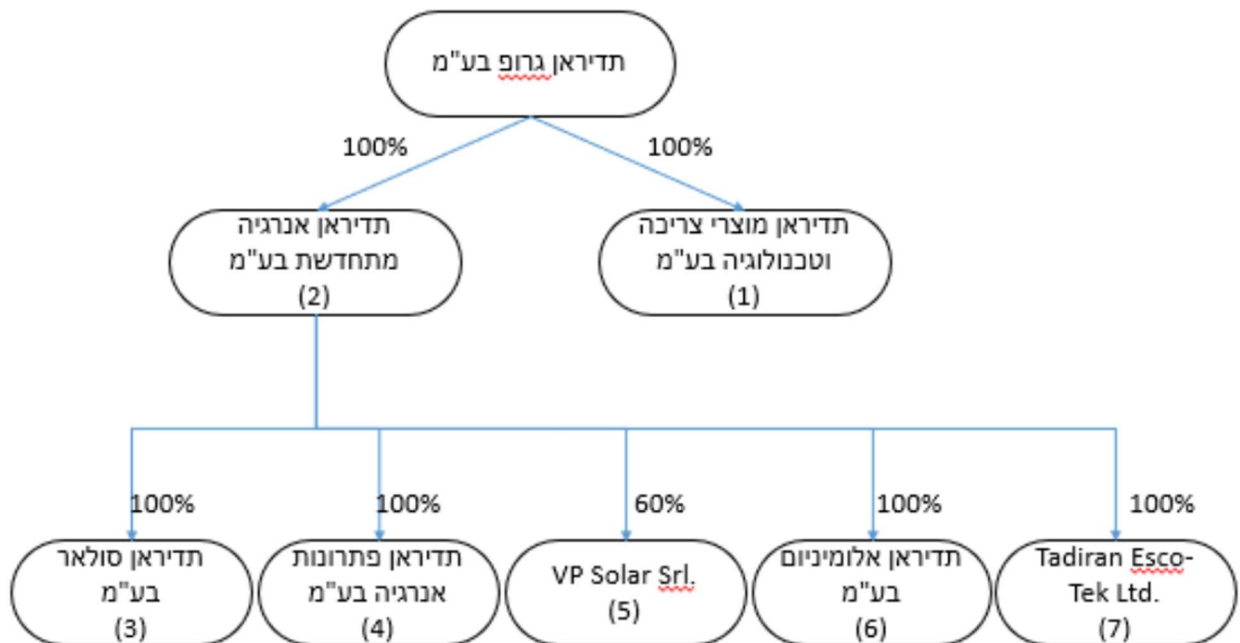
## 2. על החברה

2.1. תדיראן עוסקת בשתי תחומי פעילות עיקריים:

מגזר מוצרי הצריכה - הפצה ומכירה של מזגני אוויר ומערכות מיזוג תחת מותרים שונים. במסגרת תחום זה עוסקת החברה בייצור תעשייתי, פיתוח ומתן שירותי אחריות ותחזוקה למוצאים אלו. כמו כן עוסקת החברה בייבוא שיווק והפצה של מוצרי חשמל לבנים לשימוש ביתי. מגזר האנרגיה - במסגרתו עוסקת החברה ביבוא, הפצה וסחר של מוצרים בתחום האנרגיה הפוטו-וולטאית בישראל (באמצעות תדיראן סולאר) ובאיטליה (באמצעות VP Solar), בתחום מערכות אל פסק ותחום מערכות אגירת אנרגיה, ניהול טעינת כלי רכב חשמליים בישראל ומתן פתרונות בתחום ההתייעלות האנרגטית.

2.2. בנוסף לחברה פעילות נדל"ן להשקעה.

2.3. תרשים אחזקות של החברה:



### 3. תמצית האירועים

- 3.1. ב-2 לינואר 2022 דיווחה תדיראן כי חברה בת בבעלות מלאה של תדיראן הגיע להסכם עם צד שלישי לרכישת 60% מהון מניות חברת VP Solar, חברה איטלקית הפועלת בתחום היבוא, הפצה והסחר של מוצרים פוטו-וולטאיים. בתמורה להון המניות תשלם החברה 60% מסכום מצטבר השווה לפי 6.5 ממוצע ה-EBITDA של החברה הנרכשת ביחס ל-2020 ו-2021 ותמורה מותנת של לא יותר מ-13 מיליון אירו עבור השנים 2022 ו-2023.
- 3.2. ב-11 לנובמבר 2022 פרסם משרד הכלכלה והפיננסים של איטליה הודעה לעיתונות אודות שינויים צפויים לתוכנית כך שההטבה צומצמה לכדי 90% החל מה-1 לינואר 2023 עבור בנייני דירות או בניינים שבהם עד 4 יח"ד והחל מ-1 לאפריל 2023 עבור וילות ובתים פרטיים, תחת תנאים ספציפיים, ביניהם שלפחות 30% מהעבודה הושלמה עד ל-30 לספטמבר 2022.
- 3.3. ב-17.5.2023 פרסמה החברה את הדוח הכספי שלה לרבעון ה-1 של 2023 ובו לראשונה מוזכר כי חל שינוי במדיניות התמריצים הכספיים של איטליה. בדוח זה כותבת החברה כי "לאחרונה החליטה ממשלת איטליה על שינוי שיטת התמריצים באיטליה עבור מערכות ביתיות במסגרתו צומצמו התמריצים האמורים וכן נקבעו מגבלות ביחס לאופן ניצולם, שינוי אשר להערכת החברה הביא לירידה בביקוש למערכות ביתיות ולפיכך לקיטון בהכנסות VP Solar ברבעון הראשון 2023".
- 3.4. בעקבות האירועים האמורים, בארבעת ימי המסחר סביב האירוע ירדה מניית החברה ב-35.16%.
- 3.5. ב-28.5.2023 פורסמה כתבה<sup>1</sup> באתר "דה-מרקר" שכותרתה "תדיראן סיפרה על תמריצים באיטליה אחרי שקוצצו. המשקיעים גילו על כך רק בדו"ח הבא". הכתבה הבהירה לציבור המשקיעים את הנזק שנגרם ועד יום זה טרם תומחר במלואו במחיר המניה.
- 3.6. שמונת ימי המסחר לאחר האירוע ירדו מניות החברה בשיעור של 20.33%, משער של 374.3 ש"ח למניה לשער של 298.2 ש"ח למניה.

### 4. הגדרת הקבוצה המיוצגת

כפי שנמסר לי על ידי עורכי הדין הקבוצה המיוצגת הינה "מי שרכשו את מניות חברת תדיראן החל מיום 11.11.2022, או בסמוך לכך, הוא היום בו פרסם משרד הכלכלה והפיננסים של איטליה הודעה לעיתונות אודות שינויים דרמטיים בתוכנית שהונהגה באיטליה החל מ-2020 במסגרתה ניתנה הטבת מס שנודעה בשם "סופרבונוס" ע"י הממשלה לפיה ניתן החזר בערך 110% מעלות שיפוצים ירוקים בנכסי נדל"ן, והחזיקו אותן ביום ביום 17.5.2023 בו פרסמה תדיראן את הדוח הכספי שלה לרבעון ה-1 של 2023 ובו גילתה כי ההטבה המנויה לעיל בוטלה על ידי ממשלת איטליה"

### 5. מתודולוגיה בחוות הדעת – שיטת חסרון הכיס המקורבת

בשיטה זו הנזק מחושב ע"י השינוי במחיר המניה בעקבות גילוי ההטעה, או גילוי של מידע אחר אשר היה אמור להיוודע לציבור עוד קודם לדיווח. מכיוון שהשינוי בעקבות האירוע יכול להיות מושפע גם משינויים אחרים בשוק, בפסיקה אומץ מודל Event Study של מקינלי<sup>2</sup> אשר מקובל בפסיקה ובספרות המקצועית לחקר השפעת אירועים ומפריד בין תשואות השוק לבין השינויים בעקבות אירוע

<sup>1</sup> [https://www.themarket.com/markets/2023-05-28/ty-article/.premium/00000188-61cc-dde3-abf9-f9cd25cc0000?utm\\_source=App\\_Share&utm\\_medium=Android\\_Native&utm\\_campaign=Share](https://www.themarket.com/markets/2023-05-28/ty-article/.premium/00000188-61cc-dde3-abf9-f9cd25cc0000?utm_source=App_Share&utm_medium=Android_Native&utm_campaign=Share)

<sup>2</sup> Event studies in economics and finance – A.craig MacKinly Jorنال of economic literature



מודל זה הינו למעשה "קו המחיר" המסביר השינויים במחיר המניה כפונקציה של מדד הייחוס.

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

כאשר:

$R_{it}$  – תשואת המניה i ביום t.

$R_{mt}$  – תשואת מדד הייחוס ביום t.

$\alpha_i$  – תשואת המניה שאינה קשורה לתשואת מדד הייחוס.

$\beta_i$  - המקדם של מדד הייחוס שהינו הגורם המסביר.

על מנת למצוא את עוצמת ההשפעה של האירוע על החברה אנו בוחנים בכל אינטרוול זמן (יום) את הפער בין המודל לבין הביצועים בפועל של המניה:

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

לאחר מכן אנו סוכמים את רשימת הייחוס הכוללת לייחוס ירידקים האם הם שונים באופן מובהק

מהמודל. חישוב הפער המצט.

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

באמצעות מבחן t אנו בודקים את רמת מובהקות הסטייה מהמודל. מבחן t הינו בדיקה סטטיסטית הבודקת עד כמה התוצאה שקיבלנו, הסטייה מהמודל הנאמד, שונה באופן מהותי ומובהק מאפס, כלומר שהתוצאה אינה מקרית. מבחן זה מתחשב בגובה התוצאה (גודל הסטייה המצטברת), בסטיית התקן, ובמספר האינטרוולים (ימי המסחר).

רמת הסמך המתקבלת מהמבחן היא למעשה ההסתברות לכך שהתוצאה שקיבלנו אינה תוצאה מקרית.

באמצעות המודלים אותם אמדנו טרום האירוע, אנו מבצעים נטרול של השפעת השוק על מניות החברה. הפער בין המודל הנאמד לבין ביצועי המניה בפועל, הוא למעשה גודל ההשפעה כתוצאה מהאירוע שהתגלה לציבור המשקיעים בדיווח אמור. אנו מוודאים באמצעות מבחן t כי ההפרשים המצטברים לאחר האירוע שונים באופן מובהק מהמודל הנאמד.

### זליגת מידע

על מנת לבדוק האם הייתה זליגת מידע, נערכת בדיקה נוספת, טרום יום האירוע ובה בוחנים האם המודל ממשיך להתקיים.

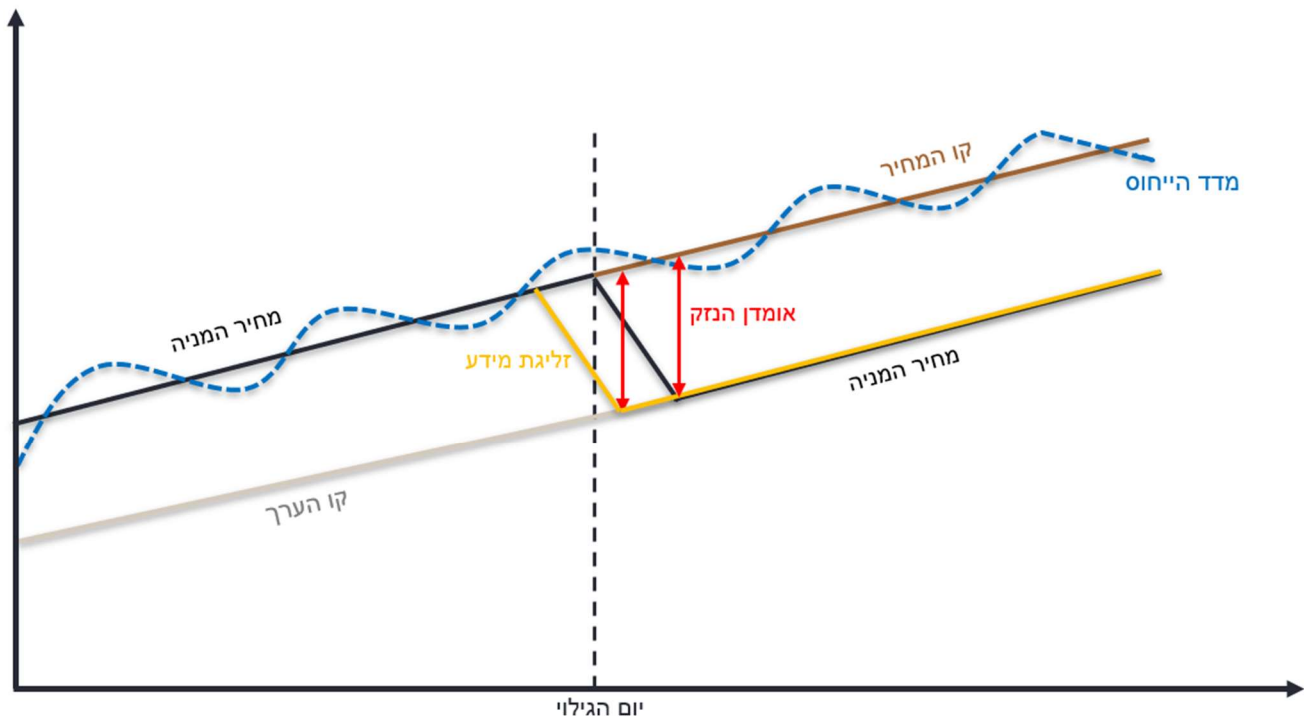
במידה המודל מתקיים טרום הגילוי, משמעות הדבר כי השינויים במחיר המניה היו בהתאם לקו המחיר – ומשמעות הדבר כי לא היתה זליגת מידע.

במידה והמודל אינו מתקיים עוד טרום הגילוי, משמעות הדבר כי הייתה זליגת מידע טרום ההודעה הרשמית, על כן יש להכליל את הנזק טרום האירוע כנזק הנגרם בעקבות הגילוי עצמו. על כן חלון האירוע



על פי מאמרם של קריג ומקינלי מתחיל יום אחד לפני האירוע עצמו. תום חלון האירוע הינו בהתייבבות התנודתיות במניה וחזרה לסטיית תקן (תנודתיות) אופיינית לחברה טרום האירוע.

## שיטת חסרון הכיס המקורבת – במקרה של זליגת מידע



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

6.1 מדד הייחוס: במטרה להגיע למדד הייחוס המתאים ביותר לאמידה, נבדקו מספר מדדים אשר בעלי פוטנציאל להסביר את ביצועי מניית תדיראן טכנולוגיות, ביניהם מדד ת"א 125, ומדד ת"א SME 150. מדד הייחוס שנבחר הינו "מדד ת"א SME 150" אשר נמצא כמדד המסביר בצורה הטובה ביותר את התנהגות מניית תדיראן.

#### 6.2 תקופת האמידה:

בחרנו להשתמש בתקופת אמידה של 120 ימי מסחר לפני קרות האירועים (לצורך השמרנות שמרנו 3 ימים כמרווח מהאירוע), דהיינו מ- 16.11.2022 ועד ל- 11.5.2023.

6.3 חלון האירוע: השפעות של אירועים מהותיים בדרך כלל מתפרסות על מספר ימים ואף על מספר שבועות, וכבר לפני ההודעה על האירוע ישנה לעיתים "זליגה" של מידע לשווקים והם מתחילים להגיב עוד לפני ההודעה הרשמית.

במקרה דנו, הגדרנו את חלון האירוע מיום לפני פרסום ההודעה, ועד 7 ימים לאחר ההודעה. חלון אירוע זה הוגדר בשל העובדה שהסטיות מהמודל המשיכו להיות מובהקות סטטיסטית, דבר המצביע על כך שלנזק לקח שמונה ימים להיות מתומחר במלואו בשוק.

**7. תוצאות המודל הנאמד**

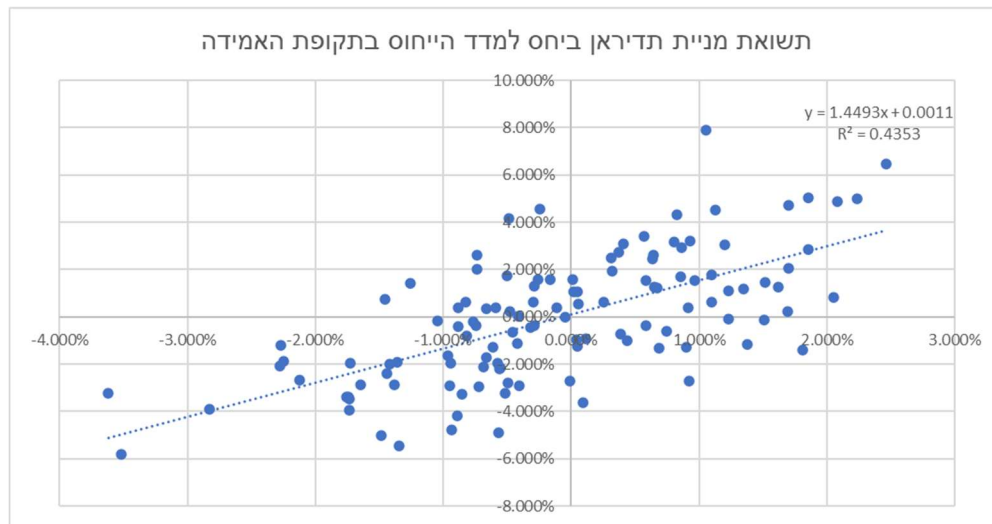
להלן טבלה המתארת את תוצאות המודל הנאמד

Regression Statistics	
0.65978	Multiple R
0.43531	R Square
0.43053	Adjusted R Square
0.00910	Standard Error
120	Observations

P-value	t Stat	Standard Error	Coefficients	
0.252369112	-1.15024	0.000831232	-0.00095612	Intercept
2.49944E-16	9.53754	0.031493139	0.300367066	X Variable 1

על פי המודל האלפא אפסית (כמקובל בספרות) והביטא שהינה המתאם למדד הייחוס עומדת על כ- 0.3 והינה מובהקת.

להלן גרף המתאר את הקשר בין תשואת המניה למדד הייחוס:



**8. אמידת שיעור הנזק בעקבות האירוע**

האירוע הוביל, על פי המודל, לפגיעה בשער מניות החברה בשיעור מצטבר של כ-16.07% בשמונת ימי המסחר שלאחר האירוע.

פער מצטבר					תאריך	ימים מהאירוע
רמת סמך	t-stat	סטיית תקן	מהמודל	פער מהמודל		
71.88%	-1.08	2.00%	-2.16%	-2.2%	16/05/2023	-1
99.89%	-3.34	2.83%	-9.45%	-7.4%	17/05/2023	1
99.88%	-3.31	3.46%	-11.48%	-2.2%	18/05/2023	2
99.98%	-3.82	4.00%	-15.27%	-4.3%	21/05/2023	3
99.71%	-3.04	4.47%	-13.60%	2.0%	22/05/2023	4
98.24%	-2.41	4.90%	-11.80%	2.1%	23/05/2023	5
96.25%	-2.10	5.29%	-11.13%	0.8%	24/05/2023	6
97.27%	-2.23	5.66%	-12.64%	-1.7%	28/05/2023	7
99.15%	-2.68	6.00%	-16.07%	-3.9%	29/05/2023	8

להלן טבלה המרכזת את מחיר מניית החברה במהלך חלון האירוע

ירידה בנטרול השפעת השוק	ירידה מצטברת באחוזים	ירידה יומית באחוזים	ירידה באגורות	שער נעילה	תאריך
				37430	15/05/2023
-2.16%	-4.33%	-4.33%	-1620	35810	16/05/2023
-9.45%	-10.55%	-6.51%	-3950	33480	17/05/2023
-11.48%	-12.32%	-1.97%	-4610	32820	18/05/2023
-15.27%	-16.35%	-4.60%	-6120	31310	21/05/2023
-13.60%	-15.04%	1.56%	-5630	31800	22/05/2023
-11.80%	-14.69%	0.41%	-5500	31930	23/05/2023
-11.13%	-15.44%	-0.88%	-5780	31650	24/05/2023
-12.64%	-16.38%	-1.11%	-6130	31300	28/05/2023
-16.07%	-20.33%	-4.73%	-7610	29820	29/05/2023

מניית החברה ירדה לאורך חלון האירוע ב- 76.1 שקלים למניה, ממחיר של 374.3 ש"ח למניה למחיר של 298.2 ש"ח למניה, ירידה זו (ללא נטרול השפעת השוק) מהווה ירידה של 20.33%. נציין כי מרבית הנזק התגבש תוך ארבעה ימים לאחר הפרסום ועמד על 15.27% בנטרול השפעת השוק כבר ב 21.5.2023.

### **בנטרול השפעת השוק הנזק למניה על פי הערכתנו מסתכם ב 60.14 ש"ח למניה וזאת**

#### **באופן מובהק כתוצאה מהפרסום ביום 17.5.2023.**

על פי המודל אותו אמדנו, הפער המצטבר מהמודל מובהק החל מהיום הראשון לאחר האירוע ומגיע לרמת סמך של מעל 99%, נתון המוכיח באופן מוחלט הן את קיום הנזק והן את הקשר הסיבתי בין הנזק לבין חשיפת האירוע האמור לאחר תקופת אי הגילוי. נציין כי אומנם האירוע מזוהם בדוחות הכספיים של החברה, אך הפגיעה בדוחות נבעה בעיקר מהגילוי עצמו (שאינהרטי לחלוטין לאירוע) על כן אנו משייכים את מלוא הנזק לגילוי.

### **9. חישוב הנזק לקבוצה המיוצגת**

- 9.1 בעלי המניות מקרב המיעוט מחזיקים כ- 35.5% ממניות החברה המהווים כ 3.05 מיליון מניות ע.ג..
- 9.2 מחזור המסחר במהלך תקופת ההטעיה, החל מ 11.11.2023 ועד ל 16.5.2023 עמד על כ 2.1 מיליון ע.ג.. אשר מסתכמים למחזור כספי של כ 738.5 מיליון ₪ (המהווים כ 28.8% מהון המניות של החברה)
- 9.3 לצורך הערכת הנזק הכולל בלבד אנו מעריכים כי התקיים מסחר חוזר (משקיעים אשר קנו ומכרו בתוך תקופת ההטעיה) של כ- 20% במניות החברה. תחת הנחה שמרנית זו, **הנזק הכולל לקבוצה המיוצגת מוערך בכ 101 מיליון ₪.**
- 9.4 הפסיקה קובעת כי הנזק יחושב על פי שיטת חסרון הכיס המקורב, אך לצורך בחינת סבירות הפגיעה והנזק בלבד, נבחן את הנזק גם בצורה שונה. נציין כי על פי הערכת השווי אשר הוצגה במסגרת דוחותיה הכספיים השנתיים של החברה לשנת 2022, שווי פעילות VP Solar עומד נכון ל 25 בינואר 2022 על 92 מיליון אירו, כאשר בהערכת השווי על פי מודל DCF הוצגה רק עליה צפויה בהכנסות.

מתוך נספח שצורף לדוחות השנתיים של החברה :

טוח ארוך	2026E	2025E	2024E	2023E	2-12/2022	01/2022	2021E	2020A	2019A		
	181.6	178.0	174.5	170.3	165.3	148.1	10.9	132.5	43.1	39.1	הכנסות, נטו
	(161.6)	(158.4)	(152.7)	(147.3)	(143.0)	(127.5)	(9.2)	(114.9)	(38.7)	(34.3)	עלות המכר
	20.0	19.6	21.8	23.0	22.3	20.6	1.6	17.6	4.4	4.8	רווח גולמי
	(2.7)	(2.7)	(2.5)	(2.2)	(2.0)	(1.7)	(0.1)	(1.5)	(1.4)	(2.1)	הוצאות תפעול
	17.2	16.9	19.4	20.8	20.3	19.0	1.5	16.1	3.0	2.7	רווח תפעולי
	(4.1)	(4.1)	(4.6)	(5.0)	(4.9)	(4.5)					הוצאות מיסים
	13.1	12.8	14.7	15.8	15.4	14.5					רווח תפעולי לאחר מיסים
	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1					פחת
	(0.7)	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(1.2)	(15.2)					גריעה (השקעה) בחון חוזר תפעולי
	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)					CAP EX
	12.4	12.2	13.9	14.9	14.3	(0.7)					FCF
	54.7	6.7	8.8	10.7	11.8	(0.7)					DCF

סה"כ שווי פעילות ליום 25 בינואר 2022 92.0  
 התחייבויות פיננסיות, נטו התאמות מאזניות (0.5)  
 סה"כ שווי הון עצמי ליום 25 בינואר 2022 91.5

עוד צויין בדוחות הכספיים כי הרווח הנקי של VP Solar מהווה כ 103% מסך הרווח הנקי של החברה במאוחד :

בחודש ינואר 2022, השלימה החברה עסקה לרכישת 60% מהון המניות של VP Solar והחל מאותו מועד, מחזיקה החברה, בעקיפין, 60% מהון המניות של VP Solar, חברה פרטית המאוגדת ורשומה באיטליה. בהתאם, החברה מאחדת את דוחותיה הכספיים של VP Solar החל מתום חודש ינואר 2022. סך הנכסים וההתחייבויות ליום 31 בדצמבר 2022 מהווים כ- 17% וכ-13% מסך הנכסים וההתחייבויות של החברה במאוחד, בהתאמה, וההכנסות והרווח הנקי של VP Solar ממועד השלמת העסקה ועד ליום 31 בדצמבר 2022, מהווים כ-38% וכ-103% מסך ההכנסות והרווח הנקי של החברה במאוחד, בהתאמה.

- 9.5. מהדוחות הכספיים של החברה לרבעון הראשון של 2023 עולה כי מכירות חברת VP Solar ירדו (לכל הפחות שכן הירידה במכירות מגזר האנרגיה קוזה בחלקה מעלי המכירות של תדיראן פתרונות אנרגיה) ב 33.46 מיליון ₪ ברבעון, המהווים ירידה במונחים שנתיים של 133.8 מיליון ₪. כלומר ירידה של כשליש בפעילות חברת VP Solar.
- 9.6. בנטרול הרווח שנרשם ממכירת פעילות תדיראן פרוייקטים, בגינו רשמה תדיראן רווח של 45.8 מיליון ₪, הרווח של מגזר האנרגיה צנח מ 25.2 מיליון ₪ ל 12.17 מיליון ₪, וכך הדבר הוצג בדוחות הרבעוניים שצינו שחל גידול ברווח המגזרי :

6.2. רווח מגזרי

הסבר	גידול / (קטיון)		שלושה חודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ		מגזר
			2022	2023	
	ב-%	באלפי ש"ח	בלתי מבוקר	באלפי ש"ח	
הירידה ברווח המגזרי ובשיעור הרווח המגזרי, נבעה מקטיון בהיקף המכירות, בין היתר, בשל המשך מימוש מלאי יקר. לפרטים נוספים, ראו סעיף 2.3 לעיל (הסברי הדירקטוריון למצב הקבוצה).	(69.0%)	(18,852)	27,314	8,462	מוצרי צריכה
	-	-	11.4%	4.2%	שיעור רווח מגזרי
הגידול ברווח המגזרי ובשיעור הרווח המגזרי, נבע מהכנסות חד פעמיות הנובעות ממכירת הפעילות של תדיראן פרוייקטים (לשעבר: "תדיראן אסקו-טקי"). גידול זה קוזה בחלקו מירידה בהכנסות של VP Solar ותדיראן סולאר, בין היתר בשל המשך מימוש מלאי יקר בתדיראן סולאר. לפרטים נוספים, ראו סעיף 2.3 לעיל (הסברי הדירקטוריון למצב הקבוצה).	129.8%	32,743	25,229	57,972	אנרגיה
	-	-	9.5%	24.9%	שיעור רווח מגזרי
	(27.3%)	(35)	128	93	אחר
	-	-	77.1%	71.0%	שיעור רווח מגזרי
	26.3%	13,856	52,671	66,527	סה"כ

9.7. ובביאור 5 ג לדוחות הרבעוניים מצוין :

במועד ההשלמה שילמה הרוכשת לחברה הבת את התשלום הראשון בגין העסקה, בסך של 62.5 מיליון ש"ח. יתרת התמורה תשולם בשני תשלומים, כמפורט להלן: סך של 2.5 מיליון ש"ח ישולם על ידי הרוכשת בתום 12 חודשים ממועד ההשלמה וסך של 2.5 מיליון ש"ח ישולם על ידי הרוכשת בתום 24 חודשים ממועד ההשלמה. הרווח ממכירת הפעילות הסתכם לסך של כ - 45.8 מיליון ש"ח (לפני מס) ונכלל במסגרת ההכנסות האחרות בתקופת הדוח.

9.8. לאור האמור, אנו סבורים כי תגובת השוק הינה מתונה ביחס לפגיעה הכלכלית האמיתית בחברה, שכן הירידה ברווח הנקי של החברה שנרכשה ירדה בכ- 51.7% ובהתאם לכך גם שווייה הכלכלי של החברה הנרכשת ושל תדיראן.

#### 10. חישוב הנזק לתובע המייצג (המבקש)

המבקש, רכש 70 ע.ג. של מניות תדיראן במהלך תקופת ההטעיה. לפיכך, ובהתאם לסעיף 8 לעיל, הנזק שנגרם למבקש הינו כ 4,209.8 ₪.

#### 11. סיכום ומסקנות

- 11.1. על פי ממצאנו, בעקבות האירוע נגרם לקבוצה המיוצגת נזק בסכום כולל של כ 101 מיליון ₪, וזאת על פי שיטת חסרון הכיס המקורבת.
- 11.2. מניית החברה ירדה 22.33% בעקבות האירוע. בנטרול השפעת השוק ירידת השווי של המנייה עמדה על 16.07% המהווים 60.14 ₪ למניה
- 11.3. הנזק לתובע המייצג עומד על 4,210 ש"ח

מחזור בע.ג.	2,100,775
מחזור (מ'₪)	738.54
הערכת מסחר חוזר	20%
סק למניה בש"ח	-60.14
סק מוערך לקבוצה (מ'₪)	-101.07
כמות ע.ג. תובע מייצג	70
סק לתובע המייצג	-4,210

#### 12. מקורות מידע

- 12.1. תדיראן גרופ בע"מ, דוחות כספיים שנתיים לשנת 2022.
- 12.2. תדיראן גרופ בע"מ, דוחות כספיים לרבעון ראשון לשנת 2023.
- 12.3. תדיראן גרופ בע"מ, הודעות במערכת המאיה.
- 12.4. נתונים רשמיים של הבורסה לני"ע.
- 12.5. טיוטת הבקשה לאישור תביעה ייצוגית כנגד החברה.

### 13. 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.

#### רשימת חוות דעת מרכזיות:

- חוות דעת מומחה, הערכת שווי לחברת ישראלכרט, לצורך בחינת הוגנות העסקה למיזוג עם חברת הראל, תוך דחיית הצעה נגדית מחברת מנורה, מרץ 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי המניות של ורידיס, ניתוח השפעת דיווח מידי של החברה בגין תחילת חקירה פלילית, פברואר 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות אוגווינד, בדיקת השפעת דיווח ביטול התקשרות עם חח"י בעקבות מצג שווא של החברה לגבי יעילות מוצריה, פברואר 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי אג"ח של גיבוי ואחזקות, קביעת נזק בשל רכישת אג"ח ע"י הציבור נוכח הסתרה ואי גילוי מידע מהותי על ידי החברה, אוקטובר 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות יונט קרדיט בעקבות ליקויים שהתגלו בבקרה הפנימית וחשדות פליליים כנגד המנכ"ל, יוני 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות נורסטאר בעקבות החלטת הדירקטוריון לחלוקת דיבידנד בעין אשר יוביל לאובדן שליטה בחברת הבת גזית גלוב, אפריל 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות האב אבטחת מידע, איחור בדיווח על ביטול זכיית החברה במכרז, מרץ 2022 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת שווי לידר החזקות לצורך סעד הערכה לבחינת הצעת רכש של החברה, יולי 2021 ;



- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות הפניקס, קביעת הנזק בעקבות גילוי פרשת התיארוך לאחור של פוליסות הביטוח של טייסי אל על, יוני 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם למחזיקי אג"ח דלק קבוצה, ניתוח הנזק שנגרם בעקבות פרסום דוח תזרים מזומנים מטעה, מאי 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות אורמת, זאת בעקבות פרשת "דוח הינדנבורג" אשר העלה חשדות לשחיתות בין-לאומית נרחבת, מרץ 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות יעקובי קבוצה, נזק בגין פרסום מידע שגוי בתשקיף ובדוחות הכספיים, דצמבר 2020 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות פוקס, בחינת השפעת עיכוב בדיווח על עסקת גימבו, ספטמבר 2020 ;
- חוות דעת מומחה, בחינת חוות דעת כלכלית לצורך מיזוג משולש הופכי בין יואל לאקוויטל. אשר הובילה לתשלום פרמיית שליטה חריגה, דצמבר 2018 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן שנגרם למחזיקי אג"ח אול-יר, אמידת הנזק שנגרם לבעלי אגרות החוב בעקבות גילוי אודות כשלים חמורים באפקטיביות הבקרה הפנימית של החברה, ינואר 2018 ;