

# חוות דעת כלכלית

טריא



אוגוסט 2023

## חוות דעת מומחה

שם המומחה : גילעד מנו

מקום עבודתו : מאקרו פיננסים בע"מ

ח.פ. 515618403

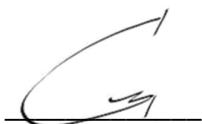
בר כוכבא 16, בני ברק, קומה 9

אני החתום מטה, גילעד מנו, נתבקשתי על ידי עו"ד ליאור להב להגיש חוות דעת זו במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד טריא ישראל בע"מ (להלן: "טריא" או "החברה") ואח', בעקבות הנתונים המטעים והחסרים אשר הוצגו לבעלי המניות טרום אישור הסכם המיזוג בין לוזון נדל"ן לבין טריא ישראל.

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

16.8.2023

תאריך

## תוכן העניינים

1. תמצית חוות הדעת.
2. תיאור החברה
3. שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל.
4. שוק תיווך האשראי בישראל.
5. רצף האירועים.
6. מועד ההכרה בהכנסות
7. ניתוח הנתונים בדוחות לצורך הערכת היקף ההכנסות המותנות
8. הכשלים שנפלו בהערכת השווי
9. הערכת השווי לטריא באמצעות מודל DCF
10. הגדרת הקבוצה המיוצגת.
11. הערכת הנזק לחברי הקבוצה המיוצגת.
12. הרווח שצמח לבעלי המניות בטריא.
13. סיכום.
14. מקורות מידע.
15. תמצית השכלה וניסיון של הכותב.

## 1. תמצית חוות הדעת

- 1.1. חברת טריא הינה חברה העוסקת בתיווך אשראי ומתן אשראי באמצעות פלטפורמה אינטרנטית, תיק האשראי של החברה הינו מוטה הלוואות לנדליין כאשר הנכסים עומדים כבטחונות כנגד האשראי.
- 1.2. ביום 22.5.2022 התמזגה טריא עם חברת לוזון נדליין בהסכם מיזוג אשר אושר על ידי בעלי מניות לוזון נדליין לפי שווי חברה של 323 מיליון ש"ח וזאת בהתאם להערכת שווי אשר נערכה ע"י חברת C-Value והוצגה למשקיעים כחלק ממסמכי המיזוג. בהערכת השווי נפלו כשלים רבים אשר הובילו להטעה של בעלי המניות בחברת לוזון קבוצה. במסגרת הערכת השווי לא נלקחו בחשבון הכנסות מותנות של החברה, לא נלקחו בחשבון סיכונים אליהן חשופה החברה וחלק מהכנסות החברה (בתחום ה POS) הוצגו בכפל.
- 1.3. ביום 30.5.2023, כשנה לאחר המיזוג, פרסמה טריא את דוחותיה הכספיים לרבעון הראשון לשנת 2023 במסגרתו גולה לראשונה כי החברה גובה מקבוצות רכישה עמלות מראש עוד טרום העמדת האשראי. לפיכך, לחברה הכנסות מותנות עליהן עליה לבצע הפרשות בדוחותיה הכספיים. היקף ההכנסות המותנות, היקף האשראי והיקף ההפרשות לא גולו במסגרת דוח זה.
- 1.4. חוות הדעת עוסקת בבחינת שוויה ההוגן של חברת טריא באמצעות מודל DCF נכון לתאריך 31.12.2021 וזאת בהתחשב בהכנסות המותנות של החברה בסיכונים של החברה. על פי הערכתנו השמרנית - שוויה של חברת טריא עמד על כ- 128-164 מיליון ₪ טרום המיזוג.
- 1.5. על מנת לתמוך בממצאינו, השונים באופן מהותי מממצאי C-Value, השוינו את ההנחות שעומדות בבסיס הערכתנו להנחות שעומדות בבסיס הערכות השווי. כמו כן, אנו מציגים את ההבדלים בין הערכות השווי אשר נערכו בהפרש של שנה.
- 1.6. בחוות דעתנו אנו מציגים את עיקרי הכשלים שנפלו בהערכת השווי שבוצעה על ידי C-Value, בנוגע למשתנים במודל DCF המשפיעים באופן מהותי ביותר על הערכת השווי.
- 1.7. לאור ממצאנו הנזק לבעלי מניות לוזון נדליין הוערך על ידנו בסך של 30.5-37 מיליוני ש"ח.
- 1.8. הרווח שצמח לבעלי המניות שהחזיקו בחברת טריא טרום המיזוג הוערך על ידנו בסכום כולל של 7.5-16.6 מיליון ש"ח.

## 2. תיאור החברה

טריא ישראל בע"מ (לשעבר ע. לוזון נדל"ן ופיננסים בע"מ) התאגדה ביום 24.12.1992 כחברה פרטית ובשנת 1994 הפכה לחברה ציבורית ונכון למועד זה מניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. ביום 24.2.2021 התקשרה "טריא פי2 פי" (חברה פרטית שהתאגדה ונרשמה ביום 16.1.2014 ופועלת בישראל בתחום הטכנולוגיה הפיננסית) עם החברה (ע. לוזון נדל"ן ופיננסים בע"מ) בהסכם מיזוג, אשר היה מותנה בהתקיימות תנאים מתלים, עם התקיימות התנאים, ביום 12.6.2022 הושלמה עסקת מיזוג בדרך של החלפת מניות. עם השלמת המיזוג הפכה "טריא פי2 פי" לחברה בת בבעלות ובשליטה מלאה של החברה.

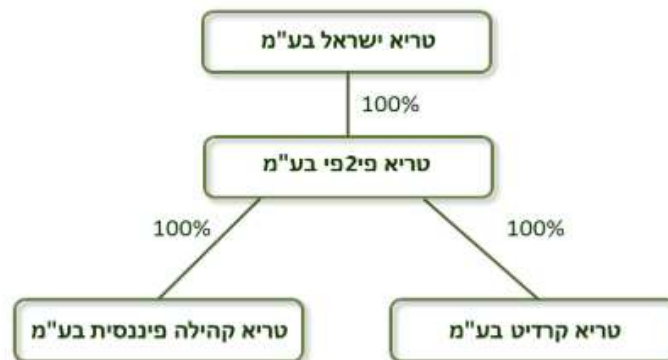
## תחומי הפעילות של החברה

מתן אשראי – החברה פועלת החל מחודש יולי 2022 באמצעות "טריא קרדיט" בתחום מתן אשראי לתאגידים בסכום שלא יפחת מ-1 מיליון ש"ח.

תיווך אשראי - החברה פועלת באמצעות "טריא קהילה" בתחום תיווך האשראי, באמצעות פלטפורמת אינטרנט, בין לווים למלווים. הפלטפורמה מחברת בין משקיעים בפלטפורמה, בעיקר מקרב הציבור, לבין מבקשי אשראי הזקוקים לאשראי, פרטיים או עסקיים. יצוין, כי במסגרת פעילות הפלטפורמה מבוצעות (עבור המשתמשים בפלטפורמה) מגוון רחב של פעולות הנלוות לתיווך האשראי, כגון: חיתום ודירוג האשראי, גביית הלוואות באופן שוטף, ניהול תיק אשראי בעבור המלווים (פיזור וניהול סיכון) ועוד. על פי דיווחי החברה, החברה נוהגת לגבות מראש עמלות הקמה, וזאת עוד טרום העמדת מלוא האשראי, במקרים בהם טריא לא תצליח להעמיד את מלוא האשראי ללווים ותידרש להשיב את עמלות הקמה הנ"ל אשר למעשה הן מותנות בהעמדת מלוא האשראי ללווים (להלן: "ההכנסות המותנות"), יצוין כי להערכתנו הכירה טריא בדוחותיה במלוא הסכומים ביום קבלתם כהכנסות רגילות ולא כהכנסות מותנות והוביל לניפוח מלאכותי של הכנסות החברה.

## תרשים אחזקות – 31 דצמבר 2022

(מתוך דוחות כספיים שנתיים לשנת 2022)



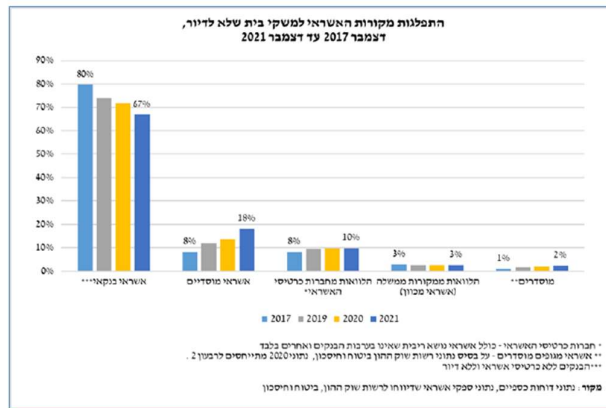
## 3. ניתוח שוק האשראי החוץ בנקאי בישראל

3.1. 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.

3.2. 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>

3.3. 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 ₪.



3.4. 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 ₪)		
מוסדרים	חברות כרטיסי אשראי	בנקים	מוסדרים	חברות כרטיסי אשראי	בנקים
7.8%	9.1%	5.8%	1.4	12.0	116.3
7.9%	9.3%	6.0%	1.9	13.1	115.9
8.1%	9.2%	5.6%	2.7	15.1	115.3
9.4%	8.5%	5.0%	2.9	14.6	106.2
8.8%	8.5%	4.9%	4.0	16.3	110.3
#N/A	9.0%	5.4%	#N/A	18.2	114.3
<p><b>הערות:</b>            - 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 ההון ביטוח וחיסכון ועיבודי בנק ישראל.</p>					

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

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

#### 4. ניתוח שוק תיווך האשראי בישראל

משנת 2008 התפתח בעולם שוק לתיווך אשראי באמצעות פלטפורמות טכנולוגיות חדשניות המאפשרות ביצוע עסקת אשראי ישירה בין מלווה(משקיע) מצד אחד ללווה מן הצד השני (פלטפורמה להלוואות P2P).

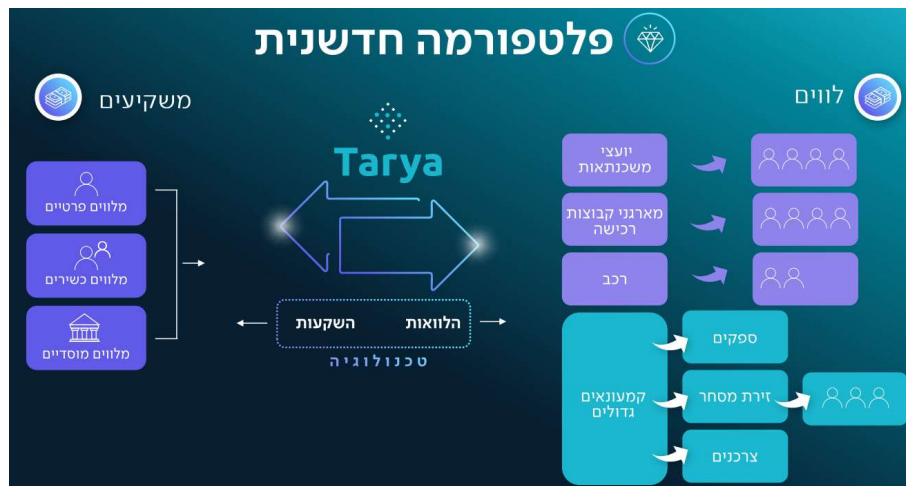
להן גרף המתאר את התפתחות תיק האשראי במצגת טריא שפורסמה בתאריך 24.11.2022



במודל זה, אנשים פרטיים או גופים מוסדיים, מעמידים אשראי, באופן ישיר ובתמורה לקבלת ריבית, ליחידים או לעסקים פרטיים באמצעות פלטפורמה טכנולוגית המאפשרת לצד א' להעמיד אשראי לצד ב' באופן מאובטח, פשוט ויעיל כלכלית עבור שני הצדדים. הפלטפורמה הינה מתווך בלבד - אינה נושאת את סיכון האשראי ואינה מרוויחה מפערי הריבית אלא מהעמלות הנגבות מהלווים ומהמלווים.

בישראל, פלטפורמות P2P החלו להתפתח רק במהלך העשור האחרון, ופועלות בתחום מספר מצומצם של חברות. בשנת 2020 נפח האשראי שהועמד באמצעות פלטפורמות דיגיטליות עמד על כ- 444.5 מיליון דולר .

תיאור סכמתי של פלטפורמת טריא מתוך המצגת לשוק ההון מתאריך 24.11.2022



5.1. התמזוגות טריא עם לוזון קבוצה

1. ביום 25.2.2021 התקשרה חברת לוזון נדל"ן עם טריא בהסכם מותנה למיזוג פעילות כנגד הקצאת מניות בחברה.<sup>3</sup>
  2. ביום 12.4.2021 פרסמה לוזון נדל"ן זימון אסיפה מיוחדת<sup>4</sup> ליום 18.5.21, לזימון זה צורפו בין היתר: הסכם המיזוג המוצע, דוחות כספיים של טריא ליום 31.12.2020 והערכת שווי לפעילות טריא יום 31.12.2020 (להלן: "הערכת השווי הראשונה").
  3. ביום 17.4.2021 פרסמה לוזון נדל"ן זימון אסיפה לאישור עסקת המיזוג בין החברות<sup>5</sup>
  4. ביום 19.4.2020 הודיע לוזון נדל"ן כי יהודה שנהב חדל להיות בעל עניין בחברה.<sup>6</sup>
  5. ביום 27.4.2021 הוגשה בקשה לבית המשפט לביצוע חלוקה של כל סכום עודף מעל 70 מיליון ₪ שיוותר בקופת החברה במועד המיזוג<sup>7</sup>
  6. ביום 13.5.2021 נדחתה האספה ליום 31.5.2021
  7. ביום 30.5.2021 בוטלה האספה שזומנה ליום 31.5.2021
  8. ביום 12.4.2022 פרסמה לוזון נדל"ן זימון<sup>8</sup> אסיפה מיוחדת ליום 17.5.2022, לזימון זה צורפו בין היתר: הסכם המיזוג המוצע, דוחות כספיים של טריא ליום 31.12.21 והערכת שווי עדכנית נכון ליום 31.12.2021 (להלן: "הערכת השווי השנייה").
  9. ביום 14.4.2022 באפריל העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.25% (לרמה של 0.35% לאור העלייה בסביבה האינפלציונית, כמו כן העלה בנק ישראל את הערכותיו להעלאות ריבית נוספות בהמשך.
  10. ביום 4.5.2022 העלה הפדרל ריזרב (הבנק המרכזי בארה"ב) את הריבית ב-0.5% (לרמה של 1%) וזאת לאור העלייה באינפלציה בארה"ב ובעולם.
  11. ביום 16.5.2022 פרסמה החברה תיקון דוח זימון אסיפה אליו צורפו שוב (בין היתר) הסכם המיזוג המוצע (להלן: "ההסכם הסופי"), תיאור עסקי טריא, צוין בסעיף 2.2.10 כי:
 

ב. שווי פעילות טריא המועברת נקבע על פי הערכת שווי למניות טריא ליום 31 בדצמבר 2021, אשר נחתמה ביום 11 באפריל 2022 (לאחר שאישר מעריך השווי שלא חל שינוי בשווי פעילות טריא המועברת) והמצורפת כנספח ה' לדוח זה, המעריכה את מניות טריא בכ-323 מיליון ש"ח, בהתאם לשוויים ההוגן, על פי כללי חשבונאות מקובלים.
- בדוח הסופי הוצגו הדוחות הכספיים של טריא נכון ל-31.12.2021, ולא צוין אפילו ברמיזה על נתוני הרבעון הראשון של 2022 שהיו כבר בידי החברה.
  - גם לסיכון שהחל להתממש והוא סיכון עליית הריבית – לא היה אזכור במסמכי ההצעה.
12. ביום 22.5.22 אישרה אספת לוזון נדל"ן את הסכם המיזוג עם טריא.
  13. ביום 26.5.22 העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.5% נוספים, וזאת בהתאם להערכות מתחילת מאי בעקבות העלאת הריבית בארה"ב.

<sup>3</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, טריא, אסמכתא: 2021-01-023233

<sup>4</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, טריא, אסמכתא: 2021-01-062559

<sup>5</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, טריא, אסמכתא: 2021-01-064041

<sup>6</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, טריא, אסמכתא: 2021-01-066102

<sup>7</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, טריא, אסמכתא: 2021-01-072429

<sup>8</sup> ראה: אתר מאיה, דיווחי חברות, טריא, אסמכתא: 2022-01-047473



14. ביום 9.6.2022 התקיימו התנאים המתלים לעסקת מיזום עם טריא.

15. ביום 18.8.2022 פרסמה טריא את הדוח החצי שנתי לשנת 2022

מדוחות אלו עולה כי ה EBITDA המתואם של החברה ירד ב 26.9% בשנת 2022 לעומת שנת 2021, עוד ניתן ללמוד (מתוך הפער בין ה EBITDA השנתית לחצי שנתית ב 2021) מהדוח כ במחצית השנייה של 2021 ה EBITDA המתואם של החברה היה שלילי בסך של כ- 1.6 מיליון ש"ח. נתון זה שהיה ידוע לחברה עוד קודם לכן – לא הובא לידיעת המשקיעים שקיבלו מידע רק על הנתונים ברמה השנתית.

הסברי החברה	לשנה שהסתיימה ביום 31.12.2021	לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30.6.2021	לשישה חודשים שהסתיימו ביום 30.6.2022	הסעיף
הקיטון לעומת החציון המקביל אשתקד נובע בעיקר מגידול בעלות השירותים וגידול בהוצאות השיווק.	5,988	7,590	5,542 (*)	EBITDA מתואם

עוד צוין בדוח בסעיף 7 כי:

בעקבות התפתחויות מאקרו כלכליות ברחבי עולם שהתרחשו במחצית הראשונה של שנת 2022, ובפרט במהלך הרבעון השני של שנת 2022, חלה עלייה בשיעורי האינפלציה בארץ ובעולם. כחלק מהצעדים שנקטו על מנת לבלום את עליית המחירים, החלו הבנקים המרכזיים בעולם, ובכללם בנק ישראל, להעלות את שיעור הריבית. לפרטים נוספים ראו סעיף 5.1 לעדכון לתיאור עסקי התאגיד. נכון למועד הדוח לעליית שיעורי האינפלציה והריבית אין השפעה מהותית על שיעור רווחיות, עלויות המימון ועל מרכיבי העלויות המרכזיים של החברה.

בביאור 4 לדוחות הכספיים הוצג פילוח ההכנסות של החברה:

החברה פועלת במגזר פעילות אחד וכל הכנסותיה מקורן בישראל, להלן הרכב ההכנסות של החברה:

לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	לתקופה של שלושה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		לתקופה של שישה חודשים שהסתיימה ביום 30 ביוני		עמלות מפעילות אשראי - לווים עמלות מפעילות אשראי - מלווים
	2021 (*)	2022	2021 (*)	2022	
אלפי ש"ח (מבוקר)	57,765	19,876	27,199	44,528	
	12,908	3,107	6,224	7,115	
	70,673	22,983	33,423	51,643	

החברה בחרה שלא לפרט האם ישנן הכנסות מותנות ובמידה ויש כאלו כמה מתוך ההכנסות הינן הכנסות מותנות.

16. ביום 24.11.2022 פרסמה החברה מצגת לשוק ההון אותה הציגה בשיחת משקיעים שקיימה ב 28.11.2022, גם במצגת החברה לא הייתה התייחסות לעליית הריבית במשק. במענה לשאלה לגבי עליית הריבית השיב מנכ"ל החברה כי לאור עליית הריבית "אנחנו לא מנותקים, אנחנו כמובן צופים האטה מאוד משמעותית, ואפילו מיתון. תחת עליית ריבית אנחנו חושבים שגם יהיו פיטורים ולכן תהיה עליה בפיגורים ועליה בכשלי אשראי, אין פה בכלל שאלה. זאת אחת הסיבות שלמרות שהיו לנו תוכניות לגדול בעולם של הרכב, נגדל לאט שם בזהירות וניתן יותר אשראי לנדל"ן. בסופו של דבר שנותנים אשראי לנדל"ן. בסופו של דבר שנותנים אשראי לנדל"ן ב LTV בממוצע של 50% יכול להיות יותר הרבה יותר פיגורים אבל אנחנו לא נראה הפסדי אשראי, בטח לא הפסדי אשראי משמעותיים. כי בסופו של דבר יש נכסים מאחורה, אבל בהחלט אנחנו חושבים שזה שוק יותר מסוכן שצריך ללכת אליו יותר בזהירות..."

גם כשנשאלה החברה באופן ישיר על הסיכון – החברה בחרה שלא להציג את הסיכון המשמעותי של אי יכולת להעמיד אשראי, ואת הסיכון להכנסות המותלות שגם בשלב זה היו ידועות אך ורק לחברה.

17. ביום 30.5.2023 פרסמה החברה את דוחותיה הכספיים לרבעון הראשון של 2023, בדוחות אלו נגלה לראשונה (בביאור 7 ב) כי **”על פי ההסכם עם קבוצות הרכישה גובה טריא קהילה מראש עמלה בגין חלקה בתיווך ובבדיקות המבוצעות על ידה כחלק מהעמדת המימון (תיווך, חיתום, בטחונות וכו’). הפסקת העמדת האשראי לקבוצות הרכישה במהלך פרויקט עלולה ליצור לטריא קהילה חשיפה, בין יתר החשיפות המשפטיות, להחזקת חלק מסכום העמלה שקיבלה (בשיעור יחסי לגובה האשראי שלא הועמד), לחברה הפרשות נאותות בהקשר זה.”** החברה לא פרטה מה גובה ההפרשות אשר בוצעו בדוחותיה הכספיים ולא פרטה אלו סכומים קיבלה על אשראי שלא הועמד ומתי החלה החברה לגבות עמלות מקבוצות רכישה בגין אשראי שטרם הועמד.

## 6. מועד ההכרה בהכנסות

6.1. בדוחות 2020 (באור 2.2) החברה מדווחת כי היא מכירה בהכנסות כך :

### מועד ההכרה בהכנסה

החברה מכירה בהכנסה כאשר הלקוח משיג שליטה על השירותים שהובטחו במסגרת החוזה עם הלקוח.

החברה מכירה בהכנסה מעמלות בגין שירותי תיווך אשראי מלווים שהם נוטלי הלוואות בפלטפורמה עם מתן השירות במועד העמדת הלוואה וקיום מחויבות הביצוע.

החברה מחייבת את המלווים שהם נותני הלוואות במודל תיווך האשראי בגין עמלות שירותי תפעול וסליקה, שירותי התפעול למלווים בתיווך אשראי ניתנים לאחר מכירת הלוואה ולאורך חיי הלוואה. עמלות אלו מחויבות בשיעור קבוע מכל החזר קרן וריבית ומוכרות כהכנסה ברווח והפסד כאשר הלקוח מקבל וצורך את שירותי התפעול מאת החברה לאורך חיי הלוואה.

6.2. בדוחות 2022 (באור 2.2.2)

### מועד ההכרה בהכנסה

החברה מכירה בהכנסה כאשר הלקוח משיג שליטה על השירותים שהובטחו במסגרת החוזה עם הלקוח.

החברה מכירה בהכנסה מעמלות בגין שירותי תיווך אשראי מלווים שהם נוטלי הלוואות בפלטפורמה עם מתן השירות במועד העמדת הלוואה וקיום מחויבות הביצוע.

החברה מחייבת את המשקיעים (מלווים) שהם נותני הלוואות במודל תיווך האשראי בגין עמלות שירותי תפעול וסליקה, שירותי התפעול למשקיעים בתיווך אשראי ניתנים לאחר מכירת הלוואה ולאורך חיי הלוואה. עמלות אלו מחויבות בשיעור קבוע מכל החזר קרן וריבית ומוכרות כהכנסה ברווח והפסד כאשר הלקוח מקבל וצורך את שירותי התפעול מאת החברה לאורך חיי הלוואה.

6.3. בדוחות רבעון ראשון של 2023 מצהירה החברה בביאור 2 כי המדיניות החשבונאית עקבית לזו שיושמה בדוחות הכספיים השנתיים

עיקרי המדיניות החשבונאית

מתכונת העריכה של הדוחות הכספיים ביניים מאוחדים

הדוחות הכספיים ביניים המאוחדים ערוכים בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי 34, *דיווח כספי לתקופות ביניים*, וכן בהתאם להוראות הגילוי לפי פרק ד' של תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידיים), התש"ל-1970.

המדיניות החשבונאית אשר יושמה בעריכת הדוחות הכספיים ביניים המאוחדים עקבית לזו שיושמה בעריכת הדוחות הכספיים השנתיים המאוחדים.

6.4. ובביאור 7.ב. לדוחות הרבעון הראשון של 2023 מציינת החברה כי

חברה נכדה, טריא קהילה נוהגת להתקשר עם יועצי משכנתאות ועם מארגני קבוצות רכישה לשיווק הפלטפורמה כמקור מימון לליווי קבוצות רכישה. ככלל, טריא קהילה מתווכת באמצעות הפלטפורמה אשראי לקבוצות רכישה בשלבים שונים של פרויקט בניה מרכישת הקרקע ועד סיום הבניה, בסכומים ובמועדים שונים בכפוף להתקיימותם של תנאים שנקבעו לצורך כך. על פי ההסכם עם קבוצות הרכישה גובה טריא קהילה מראש עמלה בגין חלקה בתיווך ובבדיקות המבוצעות על ידה כחלק מהעמדת המימון (תיווך, חיתום, בטחונות וכו'). הפסקת העמדת אשראי לקבוצות הרכישה במהלך פרויקט עלולה ליצור לטריא קהילה חשיפה, בין יתר החשיפות המשפטיות, להחזרת חלק מסכום העמלה שקיבלה (בשיעור יחסי לגובה האשראי שלא הועמד), לחברה הפרשות נאותות בהקשר זה.

- 6.5. למעשה ישנה סתירה פנימית מהותית בדוחות ולא ניתן להבין האם החברה מכירה בהכנסותיה עם מתן השירות במועד העמדת ההלוואה או שקיבלה עמלות גם על אשראי שלא הועמד.
- 6.6. בדוחות הכספיים של החברה, אין שום אזכור נוסף לאותן הפרשות נאותות שנעשו על ידי החברה, מה היקפן ומה צפוי להיות היקפן בהמשך בסביבה העסקית הנוכחית.

7. **ניתוח הנתונים בדוחות לצורך הערכת היקף ההכנסות המותנות**

הערכת היקף האשראי לקבוצות רכישה

7.1. על פי הדוחות הכספיים לשנת 2022 מח"מ ההלוואות בתיק הנדל"ן ארוך מאוד יחסית ליתר ההלוואות ועומד על כ 6.6 שנים לעומת 1.8 שנים בהלוואות האחרות

2022			2021			2020		
אחר	נדל"ן	כל התיק	אחר	נדל"ן	כל התיק	אחר	נדל"ן	כל התיק
1.8	6.6	5.6	2.0	5.9	5.1	2.2	4.2	3.9

7.2. להערכתנו המח"מ הארוך בתיק הנדל"ן נובע בעיקר מתיק המשכנתאות אשר מאופיין בטווחי זמן ארוכים במיוחד, לצורך הערכת ההפרשות נניח כי מח"מ ההלוואות לקבוצות הרכישה עומד על כ 5 שנים.

7.3. על פי הדוחות הכספיים לשנת 2022, האשראי ללווים גדולים, המוגדר לווים המלווים מעל 5 מיליון ש"ח מהווה כ 21% מתיק האשראי (סעיף 9.1.4.3), אנו מניחים כי כל הלווים הנ"ל הינם קבוצות רכישה. סך תיק האשראי עומד נכון ל 31.12.22 על כ 3.4 מיליארד ש"ח ומכאן **ניתן להעריך כי תיק האשראי לקבוצות רכישה עמד על כ 714 מיליון ש"ח נכון לסוף שנת 2022.**

7.4. על פי פילוחי האשראי שהועמד על ידי טריא במהלך שלוש השנים האחרונות (בהן נתנה החברה את הרוב המוחלט של האשראי הקיים בתיק) ניתן להגיע להערכה דומה:

להלן טבלה המרכזת את שיעור האשראי שהועמד על ידי החברה לפי סוגי בטחונות כפי שהוצגו בדוחות השנתיים לשנת 2022<sup>9</sup>

2022	2021	2020	פילוח האשראי
85%	83%	84%	בטוחות נדלן
10%	14%	15%	בטוחות אחרות
5%	3%	1%	ללא בטוחות

7.5. אנו מניחים כי כל האשראי שניתן לקבוצות רכישה מגובה בביטחונות ועל כן, נבחן את פילוח

האשראי המגובה נדל"ן

פילוח האשראי שהועמד ע"י טריא אשר היה מגובה בביטחונות נדל"ן כפי שהוצג בדוחות

השנתיים לשנת 2022<sup>10</sup>

2022	2021	2020	פילוח האשראי לנדלן
15%	34%	39%	גישור
43%	15%	33%	קבוצות רכישה
42%	51%	28%	משכנתאות

7.6. על פי שיעור ההלוואות המגובות בביטחונות ושיעור קבוצות הרכישה מתוך האשראי מגובה

הנדל"ן - ניתן להגיע לשיעור ההלוואות לקבוצות הרכישה ולסכום ההלוואות שהועמדו לקבוצות

רכישה. על מנת להגיע לשיעור ההלוואות לקבוצות הרכישה הכפלנו את שיעור האשראי

לקבוצות רכישה מתוך תיק המגובה נדל"ן בשיעור ההלוואות לנדל"ן מגובה בטחונות. על מנת

להגיע לסכומי ההלוואות הכפלנו את שיעור ההלוואות לקבוצות רכישה בסך האשראי שהועמד

על ידי החברה.

להלן טבלה המציגה את סכומי ההלוואות לקבוצות רכישה בשלוש השנים האחרונות

2022	2021	2020	
37%	12%	28%	שיעור ההלוואות לקבוצות רכישה
2,348	2,141	1,221	סה"כ הלוואות שהועמדו ע"י החברה
858	267	338	סכום ההלוואות לקבוצות רכישה

7.7. סה"כ העמידה טריא בשלוש השנים האחרונות כ 1.46 מיליארד ש"ח לקבוצות רכישה. בהנחה

שמחציתן נפרעו, אנו מגיעים למסקנה שתיק האשראי של טריא לקבוצות רכישה עומד על כ

730 מיליון ש"ח.

#### הערכת החזרי עמלות

7.8. מתוך הנתונים הקיימים לא ניתן להעריך מה היקף האשראי אותו התחייבה החברה להעמיד

וטרם הועמד.

7.9. על פי טריא "על פי ההסכם עם קבוצות הרכישה גובה טריא קהילה מראש עמלה בגין חלקה

בתייווך ובבדיקות המבוצעות על ידה כחלק מהעמדת המימון (תייווך, חיתום, בטחונות וכו').

<sup>9</sup> ראה: טריא, דוח תקופתי לשנת 2022 עמ' 21.  
<sup>10</sup> ראה: טריא, דוח תקופתי לשנת 2022 עמ' 21.



- הפסקת העמדת האשראי לקבוצות הרכישה במהלך פרויקט עלולה ליצור לטריא קהילה חשיפה, בין יתר החשיפות המשפטיות, להחזרת חלק מסכום העמלה שקיבלה (בשיעור יחסי לגובה האשראי שלא הועמד), לחברה הפרשות נאותות בהקשר זה. " (ההדגשה שלנו)
- 7.10. אולם, קבוצת רכישה שהאשראי שלה מטריא נעצר ותאלץ לפנות לגורם מממן אחר, אשר ידרוש גם הוא שעבוד ראשון על כל ההלוואה ומשכך ירצה להיכנס בנעליה של טריא על מלוא סכום האשראי (גם זה שניתן וגם זה שטרם ניתן).
- 7.11. על כן, תוכל כל קבוצת רכישה שטריא לא עמדה בהתחייבותה כלפיה, לדרוש את מלוא סכום העמלות שקיבלה טריא גם על האשראי שכבר הועמד וגם על האשראי שלא הועמד.
- 7.12. מפאת חוסר מידע בדוחות, אין אנו יודעים האם תיק האשראי הכתוב בספרים הינו תיק האשראי אשר הועמד בפועל או גם כולל את התחייבויותיה העתידיות של טריא להעמיד אשראי בעתיד.
- 7.13. לפיכך, הערכתנו לגבי ההכנסות התלויות של טריא הינן רק על תיק האשראי הכתוב בספרים בגובה של כ- 1.4 מיליארד ש"ח, כלומר ההכנסות המותנות עומדות לכל הפחות לכל הפחות על 51.2 מיליון ש"ח (לפי עמלת הקמה של 3.5%).
- 7.14. במידה ובספרים נכתבו רק ההלוואות שניתנו בפועל חשיפת החברה עשויה להיות גבוהה בעשרות אחוזים מכך.

## 8. הכשלים שנפלו בהערכת השווי

### 8.1. נתונים שגויים בחוות הדעת

תיק האשראי לא עמד על 6.5 מיליארד ש"ח נכון ל-31.12.21 אלא על 2.87 מיליארד. בחוות הדעת חזרה על ההטעיה המתמשכת של החברה גם בדוחות הדירקטוריון של החברה בהן מציגה החברה את תיק האשראי המצטבר שלה ולא תיק האשראי הנוכחי כפי שנהוג בחברות אשראי אחרות.

### 8.2. מבנה האחזקות לאחר ביצוע עסקת המיזוג שגוי

על פי הערכת השווי שהוצגה במסגרת הדיווחים:

לאחר עסקת המיזוג בעלי המניות של חברת ע. לוזון מחזיקים בכ-27.5% בחברת ע. לוזון כאשר בעלי המניות של טריא מחזיקים ב-72.5% הנתרים בחברת ע. לוזון, חברת ע. לוזון תחזיק בכ-100% בחברת טריא שתחזיק באחזקה מלאה בחברת טריא קהילה פיננסית.

לעומת זאת בזימון האסיפה הסופי נכתב כי:

כתוצאה מהשלמת המיזוג, ככל שיושלם, בעלי מניות טריא יחזיקו ב-433,718,182 מניות, אשר תהווה 73.05% מהונה המונפק והנפרע של החברה (עובר למכירת המניות לקבוצת לוזון, כהגדרתן בסעיף 1.1.3 להלן) ובדילול מלא, 766,185,713 מניות, אשר תהווה כ-82.72% (עובר למכירת מניות הפיזור). לאחר מכירת המניות לקבוצת לוזון, יחזיקו בעלי מניות טריא ב-378,718,182-387,718,182 מניות אשר תהווה כ-65.63.3079% מהונה המונפק והנפרע של החברה ויחד עם הזכויות למניות, ככל שתמומשנה, 720711,185,713 מניות אשר תהווה כ-77.76.7679% בדילול מלא.

### 8.3. אי עדכון הערכת השווי בהתאם לדוחות הכספיים העדכניים

הדוחות הכספיים של החברה הוצגו רק עד תום שנת 2021, זאת למרות שביום זימון האספה, היה בידי החברה נתונים אודות תוצאות הרבעון הראשון לשנת 2022. כך נכתב בזימון האספה האחרון בסעיף 2.2.10 כי:

ב. שווי פעילות טריא המועברת נקבע על פי הערכת שווי למניות טריא ליום 31 בדצמבר 2021, אשר נחתמה ביום 11 באפריל 2022 (לאחר שאישר מעריך השווי שלא חל שינוי בשווי פעילות טריא המועברת) והמצורפת כנספת ה' לדוח זה, המעריכה את מניות טריא בכ-323 מיליון ש"ח, בהתאם לשוויים ההוגן, על פי כללי חשבונאות מקובלים.

זאת בעת שבידי החברה היו נתונים אודות התוצאות של הרבעון הראשון של 2022 אשר הצביעו על רווח תפעולי של 3.62 מיליון ש"ח (קצב שנתי של כ-14.5 מיליון ש"ח) הנמוך ב-11.7% מהתחזיות בחוות הדעת שצורפה לזימון.

הרווח הנקי ברבעון הראשון של שנת 2022 עמד על 2.53 מיליון ש"ח (קצב שנתי של 10.12 מיליון ש"ח) בעוד תחזיות חוות הדעת לאותה שנה היו גבוהות בלא פחות מ-25%.

**עוד נציין כי לאור העובדה שאחד מהסיכונים המרכזיים של חברה העוסקת במתן אשראי כלשהו החל להתממש ממש בחודשים טרום הזימון האחרון ולאחר מתן חוות הדעת האחרונה, כשהסיבה האינפלציונית וסביבת הריבית החלו במגמת עליה היה צורך ולו רק בשל כך לעדכן ולהתייחס לכך בהערכת שווי עדכנית.**

לאור כך, הקביעה ש"לא חל שינוי בשווי פעילות טריא המועברת" בעת שתוצאות החברה סטו בצורה כה משמעותית מתחזיות מעריך השווי ובעת שהסיבה העסקית השתנתה בצורה כה חדה הינה קביעה לא מנומקת, לא סבירה, לא מקצועית ושאינה ברורה לנו כלל.

### 8.4. פערים בין שתי הערכות השווי

כאמור, החברה הציגה שתי הערכות שווי שונות, האחת בוצעה ב-12.4.2021 על סמך נתונים שנתיים עד שנת 2020 והציגה שווי מוערך של 397 מיליון ₪. ולעומתה, הוצגה הערכת שווי עדכנית שבוצעה ב-12.4.2022, על ידי אותו מעריך שווי, אשר העריך את שווי החברה ב-12.4.2022 על סמך נתונים שנתיים עד שנת 2021 בשווי של כ-323 מיליון ₪. פער זה, המהווה ירידה של כ-18.6% בשווי החברה בשנה אחת בעת שהחברה עברה בשנה זו מהפסד של 18.1 מיליון ₪ לרווח של 1.8 מיליון ₪ מצריך הסברים מפורטים אשר אלו נעדרים מהערכת השווי השנייה.

- בתחזית לשנת 2021 אשר הוצגה בהערכת השווי הראשונה, העריך מעריך השווי (לאחר תום הרבעון הראשון של 2021) כי שנה זו תסתיים עם הכנסות של כ-101.3 מיליון ₪, ברווח תפעולי של כ-29.4 מיליון ₪ וברווח נקי של כ-22.7 מיליון ₪. לעומת התחזית, שנת 2021 הסתיימה בהכנסות של 70.6 מיליון ₪ (כ-30.3% פחות מהתחזית), הפסד תפעולי של כ-3.6 מיליון ₪, והפסד נקי של כ-6.5 מיליון ₪. מכאן ניתן להסיק כי תחזיותיו של מעריך השווי, במיוחד לגבי סעיף ההכנסות מפעילויות חדשות הינו מוטעה ומטעה באופן קיצוני.

**להלן תחזית מעריך השווי (מימין) לעומת הדוח הכספי בפועל (משמאל)**

2021		2021		תחזית טריא באלמי ש"ח	
	באור			77,487	הכנסה מפעילות קיימת
				23,869	הכנסה מפעילויות חדשות
70,673	19	101,356			<b>סך כל ההכנסות</b>
41,951	20א'	49,504			שיעור צמיחה
-	20ב'	48.8%			עלות המכר
16,768	20ג'	51,852			% מההכנסות
13,906	20ד'	51%			<b>רווח נולמי</b>
1,682	20ה'				% מההכנסות
74,307		(16,381)			הוצ'י מכירה ושיווק
(3,634)		16.2%			רווח (הפסד) תפעולי
339	20ז'	(6,000)			הוצאות הנהלה וכלליות
1,886	20ח'				הכנסות מימון
(5,181)		8.4%			הוצאות מימון
1,400	15	(22,381)			% מההכנסות
(6,581)		29.4%			סה"כ הוצאות תפעול
		29,471			<b>רווח תפעולי</b>
		2.9%			רווח נקי (הפסד)
		(6,778)	23.0%		רווח (הפסד) כולל אחר (לאחר השפעת מס)
		22,693			סכומים שישווגו או המסווגים מחדש לרווח או הפסד בהתקיים תנאים ספציפיים
		22.39%			התאמות הנובעות מתרגום דוחות כספיים של פעילויות חוץ
		(201)			סה"כ רכיבים שישווגו או המסווגים מחדש לרווח או הפסד
		(6,756)			סה"כ רווח כולל אחר
		15,936			רווח (הפסד) כולל
		0.92			Discount
		14,733			<b>תזרים מזומנים חופשי מהוון</b>

2. למרות הערכות השגויות באופן קיצוני בהערכת השווי שנכתבה באפריל 2021, בחרה החברה להציג הערכת שווי נוספת של אותה מעריך השווי באפריל 2022. ולמרות זאת מעריך השווי לא שינה מהותית את תחזיותיו לגבי שורת ההכנסות, מעבר לכך שתחזית לגבי תמהיל ההכנסות השתנה מעט, הערכת ההכנסות הכוללת נותרה כמעט ללא שינוי להלן תחזיות הערכת ההכנסות בהערכת השווי הראשונה

נספח א' - תחזית DCF

תחזית טריא באלמי ש"ח	2021	2022	2023	2024	2025	TV
הכנסה מפעילות קיימת	77,487	98,797	112,383	120,109	128,367	130,935
הכנסה מפעילויות חדשות	23,869	47,739	71,608	95,477	119,347	121,734
<b>סך כל ההכנסות</b>	<b>101,356</b>	<b>146,536</b>	<b>183,991</b>	<b>215,587</b>	<b>247,714</b>	<b>252,669</b>

**להלן תחזיות הערכת ההכנסות בהערכת השווי השנייה**

נספח א' - תחזית DCF

תחזית טריא באלמי ש"ח	2022	2023	2024	2025	2026	TV
הכנסות מפעילויות קיימות	75,880	87,730	94,581	98,274	100,193	102,197
הכנסות מפעילויות חדשות	28,682	57,364	86,046	114,728	143,410	146,278
<b>סה"כ הכנסות</b>	<b>104,561</b>	<b>145,094</b>	<b>180,627</b>	<b>213,002</b>	<b>243,603</b>	<b>248,475</b>

3. מעבר לכך בחר מעריך השווי להציג את תוצאות החברה בנטרול הוצאות בגין אופציות שהוענקו לעובדים והוצאות בגין שיפור במערכות. לעניות דעתנו, מרכיב הוצאות בגין אופציות לעובדים ושיפורים במערכות הינם חלק אינטגרלי מפעילות כל חברה אשר רוצה להתפתח ולתמרץ את עובדיה. על אחת כמה וכמה כאשר מדובר בחברה אשר שואפת לצמיחה של עשרות אחוזים בשנה. כך, קורא הערכת השווי עשוי לטעות ולחשוב שהחברה עברה בשנת 2021 מהפסד לרווח נקי של כ-479 אלפי ש"ח, בעוד החברה רשמה בשנה זו הפסד של 6.58 מיליון ש"ח.

נדגיש כי כאן אין מדובר בתחזית אלא בהצגה של נתונים ידועים בפועל בתאריך כתיבת חוות הדעת בשנת 2022.

דוח רווח והפסד שהוצג בהערכת השווי (מימון) ביחס לתוצאות החברה בשנת 2021 (משמאל)

2021		דוח רווח והפסד				
באור		2021	2020	2019	2018	באלפי ₪
70,673	19	70,673	45,178	54,866	35,356	הכנסות
41,951	'20					צמיחה שנתית-%
-	'20					עלות השירותים
16,768	'20	41,951	23,873	28,415	14,502	רווח נלמי
13,906	'20	28,722	21,305	26,451	20,854	שיעור רווח נלמי
1,682	'20	41%	47%	48%	59%	הוצאות מחקר ופיתוח
74,307		-	-	-	-	הוצאות מכירה ושיווק
(3,634)	'120	14,792 <sup>2</sup>	11,186	9,810	5,180	הוצאות הנהלה וכלליות
339	'120	8,822 <sup>3</sup>	5,590	6,237	2,738	הוצאות אחרות
1,886	'120	1,682	21,634	1,657	-	סה"כ הוצאות תפעול
(5,181)		25,296	38,410	17,704	7,918	רווח (הפסד) תפעולי
1,400	15	3,426	(17,105)	8,747	12,936	שיעור רווח (הפסד) תפעולי
(6,581)		5%	(38%)	16%	36%	הוצאות מחקר ופיתוח
		1,547	1,076	111	(28)	הוצאות מכירה ושיווק
		1,879	(18,181)	8,636	12,908	הוצאות הנהלה וכלליות
		1,400	(3,685)	2,009	1,902	הוצאות אחרות
		479	(14,497)	6,627	11,006	סה"כ הוצאות תפעול
		0.68%	(34%)	12%	31%	רווח (הפסד) נקי
						שיעור רווח נקי

4. אומנם חוות הדעת אכן מיתנה לכאורה חלק מתחזיותיה לגבי חלק מסעיפי הדוחות הכספיים, אולם שורת ההכנסות כאמור לא השתנתה מהותית ושיעור הרווח הנקי שאומנם מותן בשנה הראשונה מ 22.39% ל 15.72% מזנק בשנה המייצגת (המשפיעה באופן מהותי יותר על הערכת השווי) מ 29.31% ללא פחות מ 59.68% (!). נציין כי מעבר לכך שהערכה זו אינה שמרנית ביחס לחברה, אין אנו מכירים חברות נוספות אשר שיעור הרווח הנקי שלהם מתוך ההכנסות מגיע לשיעורים גבוהים שכאלו באופן פרמננטי. לדעתנו הערכה קיצונית שכזו, על אחת כמה וכמה כאשר מדובר בשינוי כה קיצוני מהערכת השווי הראשונה, מחייבת הצדקה ברורה ומבוססת שלא ניתנה בהערכת השווי העדכנית.

להלן תחזית הרווח הנקי ושיעור הרווח הנקי בהערכת השווי הראשונה

רווח לאחר מס	2021	2020	2019	2018	2017	2016
	74,051	72,700	60,342	47,833	33,074	22,693
	29.31%	29.35%	27.99%	26.00%	22.57%	22.39%

להלן תחזית הרווח הנקי ושיעור הרווח הנקי בהערכת השווי השנייה

רווח לאחר מס	2021	2020	2019	2018	2017	2016
	60,992	59,113	47,321	35,937	22,841	12,653
% מההכנסות	59.68%	59.00%	48.15%	38.00%	26.03%	16.68%

8.5 הערכות בניית תחזית DCF

1. ההכנסות

בנוגע לתחזית הערכת ההכנסות מפעילות קיימת, אנו מקבלים את תחזיות הערכת השווי המעודכנת, וזאת בהינתן הנתונים הפיננסיים אשר היו ידועים נכון לסוף שנת 2021 וללא התחשבות בהכנסות תלויות בהן הכירה החברה. כאמור בסעיף 6.13 היה על החברה לפרסם מידע מדויק אודות ההכנסות התלויות אותן הערכנו בכ 9 מיליון ₪ לשנת 2021, הכנסות תלויות אלו היו משפיעות על תחזיות מעריך השווי לאורך כל התקופה. בנוגע להכנסות מפעילויות חדשות, להערכתנו הערכות אלו הינן הערכות מוגזמות, אשר מעריך השווי לא נתן להן כל ביסוס ולא הציג כל ממצא מוחשי פרט ל"הערכות החברה". נדגיש כי לגבי הערכות הפעילות הקיימת כותב מעריך השווי כי "ההכנסות אלו נבחנו על סמך



נתוני העבר וצמיחות (הטעות במקור) החברה בשנים האחרונות. מכיוון שהחברה צמחה בשנים האחרונות, הצמיחה בהכנסות נבנתה על הצמיחה בשנת 2020 ו 2021 עם ירידה הדרגתית".

לעומת זאת בנוגע לפעילויות חדשות מעריך השווי מציין את האשראי הצרכני בנקודת מכירה (POS) שמאפשר פריסת תשלומים (BNPL) buy now pay later ואת תחום השלמת מימון לרכישת רכב.

אולם, על פי דוחות החברה קיימים כבר 68 סניפים מתוכם 7 סניפים עם הכנסה ממוצעת לסניף של 675 א' ש' בשנה המהווים לכל הפחות הכנסה מצרפית של 4.725 מיליון ש' (מבלי להתחשב בהכנסות 61 הסניפים שאינם בוגרים. וכך נכתב בדוח הכספי של החברה לשנת 2021 :

### 9.1.3.3. השלמת מימון לרכישת לרכב בנקודות מכירה (POS)

נכון למועד מתאר זה, טריא מאפשרת העמדת אשראי משלים לטובת רוכשי רכבים (בעיקר רכבים יד שנייה) במגרשי רכב. על רקע העובדה שמדובר בהשלמת מימון הבא בנוסף על תשלום ממקור נוסף, הסכום הממוצע של הלוואה מעין זו עומד על סך של כ- 20,000 ש' כאשר האשראי נכנס תחת הקטגוריה של הלוואה צרכנית שכן אין בצידה שעבוד רכב.

לצורך העמדת הלוואות מוטמעת מערכת טריא בנקודת המכירה במגרש הרכב.

ליום 31 בדצמבר 2021 התקשרה טריא עם כ- 428 סוכנויות רכב ומגרשי רכבים שונים כאשר מכוח התקשרויות אלו, המערכת פעילה<sup>41</sup> בכ- 68 נקודות מכירה (מגרשי רכב וסוכנויות רכב) שונים. מתוך 68 הסניפים הפעילים כ- 7 סניפים מוגדרים כסניפים בוגרים<sup>42</sup>. הכנסה ממוצעת לסניף בוגר הינה כ- 675 אלפי ש"ח בשנה.

מכאן, ניתן ללמוד כי פעילות זו בעולם הרכב, שלא הופרדה בדוחותיה הכספיים של טריא מיתר ההכנסות, הינה פעילות קיימת שתרמה לצמיחה ולהכנסות שנכללו בפעילות הקיימת של החברה. על כן, החישובים המוצגים בהערכת השווי השנייה הינם למעשה כפל התחשבות באותה פעילות, פעם אחת כחלק מהפעילויות הקיימות ופעם נוספת כפעילות חדשה. בנוגע ל POS החברה במועד ההצעה כלל לא היתה פעילה בתחום ולא סיפקה באופן מסודר למשקיעים תחזיות מפורטות לגבי פעילות זו וכל אשר כתבה במסמכי ההצעה העדכנית הם הדברים הבאים :

ח. ביצוע ההקצאה המפורטת בדוח ההצעה הינו פועל יוצא של השלמת עסקת המיזוג בין החברה לבין טריא. ככל שעסקת המיזוג תושלם על פי תנאיה, החברה תיכנס לתחום פעילות חדש שעשוי להניב רווחיות בטווח הקצר לעומת התחום הקיים שייניב רווחיות רק בטווח הבינוני-ארוך. דירקטוריון החברה סבור כי דרך פעולה סבירה העומדת בפני החברה להכנסת פעילות עסקית בהיקף מהותי הינה כנגד הקצאת ניירות ערך של החברה, בהתאם ועל פי מתווה עסקת המיזוג עם טריא ובעלי מניותיה.

ובסעיף 14.1.5 בדוח השנתי של 2022 ציינה החברה

14.1.5. על מנת להתמודד עם התחרות בתחום הפעילות טריא פונה לנישות שבהן הטכנולוגיה הייחודית שפותחה והיעילות התפעולית מקנה לה יתרון תחרותי מובהק. לדוגמא, הצעת אשראי בנקודות מכירה (POS) או מימון קבוצות רכישה. להערכת טריא, דרך פעולה זו מצמצמת באופן משמעותי את הוצאות טריא בגין גיוס צרכן אשראי, תוך מינוף מאגר הלקוחות של בתי העסק למתן אשראי בנקודות המכירה.

תחום הלוואות בנקודות מכירה (POS) לטובת פריסת תשלומים (BNPL) הינו תחום חדש יחסית בישראל אך למרות זאת מדובר בתחום צומח מאוד בעולם בשנים האחרונות ונראה כי המגמה בישראל תהיה דומה. ע"פ דו"ח של <sup>47</sup>ResearchAndMarkets.com, היקף האשראי BNPL בישראל עמד על כ- 205 מיליון דולר, ועד סוף 2028 צפוי להגיע לסכום של כ- 6 מיליארד דולר.

מבין המתחרים בתחום זה ניתן למנות את פיימנט טכנולוגיות פיננסיות בע"מ אשר העמידה בשנת 2021 אשראי כולל בהיקף של כ- 146 מיליוני ש"ח<sup>48</sup>, אי.אר.אן ישראל בע"מ אשר העמידה בשנת 2021 אשראי<sup>49</sup> בהיקף של כ- 473 מיליוני ש"ח<sup>50</sup>, בלנדר טכנולוגיות פיננסיות בע"מ וחברות כרטיסי האשראי. מעבר לאמור לעיל, למועד המתאר אין ביכולתה של טריא להעריך את היקף פעילותן בתחום של יתר מתחרותיה כמו גם את חלקה שלה מתוך סך תחום ההלוואות בנקודות המכירה אך להערכת טריא, לאור נתוני האשראי שהעמידה עד כה, כבר במהלך המחצית הראשונה לשנת 2023 היא תהווה שחקן משמעותי בשוק.

על כן, אנו מוצאים את תחזיות הצמיחה בהכנסות מפעילויות חדשות כתחזיות מטעות שחלקן למעשה מוצגות בכפל. ושיעורי הצמיחה מפעילויות חדשות אותן הציג מעריך השווי העומדות על שיעורי צמיחה המגיעים ל 123% בשנה הראשונה אינן סבירות.

2. הוצאות מכירה ושיווק

באופן מעורר תמיהה, בסעיף זה בחר מעריך השווי שלא להציג את שיעורי הוצאות המכירה והשיווק מהמחזור ולא להציג את שיעור הצמיחה של סעיף זה לאורך השנים, וכך נכתב בהערת השווי לגבי סעיף זה:

**הוצאות מכירה ושיווק**

סעיף זה כולל תשלומים לקבלני משנה, תשלומים מבוססי מניות והוצאות נוספות הקשורות להוצאות השיווק והמכירה של החברה. סעיף הסתכם בכ-5,180, 9,810, 11,186 ו-14,792 בשנים 2018, 2019, 2020 ו-2021, בהתאמה.

בנוסף, בשנת 2021 בוצעה התאמה להוצאות המכירה והשיווק של החברה כאשר מסך הוצאות החברה בשנה זו נוכח כ-1,976 אלפי ש"ח וזאת בעקבות הוצאות חד פעמיות עקב מתן אופציות לעובדים.

אנו נוספים כי שיעור הוצאות המכירה והשיווק הסתכם לשיעור של 14.6%, 17.8%, 24.75% ו-23.7% בשנים 2018, 2019, 2020 ו-2021, בהתאמה.

באופן מעורר תמיהה גדולה אף יותר, למרות העלייה העקבית בשיעור הוצאות המכירה והשיווק מתוך המכירות נקבע בתחזית ה DCF כי שיעור הוצאות המכירה והשיווק לאורך כל השנים יעמוד על 20.9% בלבד וזאת ללא כל הסבר המניח את הדעת ולמעשה ללא כל הסבר כלשהו להנחה לא סבירה זו.

### 3. הוצאות הנהלה וכלליות

על אף הגידול החד מאוד אותו צפה מעריך השווי, הן בהיקף המכירות והן ברווח הגולמי שעל פי הערכות מעריך השווי צפויות כמעט לשלש עצמן תוך שבע שנים, בחר מעריך השווי בתחזיותיו להעריך כי הוצאות הנהלה יגדלו בכ 3% בשנה בלבד, זאת בעת שהאינפלציה בשנת 2022 הסתכמה ב 2.8% והאינפלציה בארבעת החודשים הראשונים של 2023 הסתכמה ב 2.3%. למעשה הערכתו של מעריך השווי הייתה לקיטון ריאלי בהוצאות הנהלה של חברה שמשלשת את גודלה. לעניות דעתנו זו הינה הערכה כלכלית מנותקת מהמציאות הכלכלית. כך, הערכתו של מערך השווי מובילה לכך הוצאות הנהלה וכלליות יורדות מ 8.7% מהמחזור ל 4.2% מהמחזור תוך 7 שנים וזאת כאשר שיעור הוצאות הנהלה וכלליות מהמחזור מעולם לא ירד מ 7.7% ונמצא לאורך השנים במגמת עלייה

סעיף	2018	2019	2020	2021
הכנסות	35,356.00	54,866.00	45,178.00	70,673.00
הנהלה וכלליות	2,738	6,237	5,590	8,822
	7.7%	11.4%	12.4%	12.5%

### 4. רווח תפעולי

הערכת השווי התעלמה לחלוטין גם מהתנודתיות הרבה בשיעור הרווח התפעולי וגם מהמגמה השלילית בשיעור הרווח התפעולי אשר צנח משיעור של 36% בשנת 2018 להפסד של (38%) מהמחזור בשנת 2020 והצליח להתאושש בשנת 2021 ל 5% בלבד. על פי התחזית המצורפת להערכת השווי שיעור הרווח התפעולי צפוי לקפוץ ל 15.72% בשנת 2022, (זאת למרות סביבת הריבית וסביבת האינפלציה המאתגרות) ועולה באופן עקבי לרמה של 31.88% בשנת 2027 (השנה המייצגת), באופן שאינו סביר לחברה במיוחד על רקע העובדה שהחברה פונה לאפיקי פעילות נוספים אשר יצריכו הוצאות שיווק והוצאות הנהלה משמעותיות בשנים הקרובות ואפיקי הפעילות החדשים טרם הניבו הכנסות משמעותיות.

### 5. סיכום הכשלים בבניית תחזית תזרים המזומנים

לדעתנו הנתונים שהוצגו במסמכי ההצעה במסגרת תחזית ה DCF הינם נתונים שבחלקם שגויים ובחלקם מטעים, והערכות אשר בוצעו במסגרת הערכת השווי הינן הערכות שאינן שמרניות בעליל ואינן עקביות בין שתי הערכות השווי שהוצגו בהפרש של כשנה.

### 8.6. התעלמות מסיכונים

הערכת השווי לא הציגה כנהוג, את הסיכונים הרבים אליה חשופה החברה כגון סיכונים מאקרו, סיכונים ענפיים וסיכונים ספציפיים לחברה. הסיכון המרכזי של חברת מימון, גם אם זו חברה של מימון המונים שלכאורה לא נוטלת על עצמה סיכונים אשראי הוא סיכון הריבית. לראיה כך כתבה החברה עצמה בדוחותיה לשנת 2021:

30.1.3. עליית ריבית: ההיתכנות הכלכלית של הפלטפורמות נגזרת, בין היתר, גם מההשוואה של עלויות גיוס המקורות עבורם ועבור בנקים. הבנק מממן את פעילותו מהון מניית, הנפקות אג"ח ופיקדונות. הוא הנושא בסיכון האשראי, שמתבטא בעלות הגיוס של האג"ח והמניות. כנגד זאת מערכת הבנקאות נהנית בדרך כלל מביטוח פיקדונות, רשמי או משתמע, ולכן עלות הגיוס של פיקדונות נמוכה. הפלטפורמות למתן אשראי אינן נהנות מביטוח בחסות המדינה. חלקן מציעות או מחייבות שימוש במנגנון מעין ביטוחי למקרים

של פיגור או אי-החזר תשלום ועלותו מושתת על הלווים והמלווים. ואולם, מכשיר זה הוא חלקי, והוא מכסה הפסדי אשראי רק עד לסכום שהופרש מראש על ידי הלווים והמלווים. הפלטפורמות אינן נושאות בסיכון האשראי בעצמן, והמלווים אמורים להביא סיכון זה בחשבון ולדרוש תשואה בהתאם לו על ההלוואה שהם מעמידים. לכן ניתן להניח כי עלות גיוס המקורות של הבנקים נמוכה מעלות גיוס ההלוואות של הפלטפורמות, וכי עלות גיוס ההלוואות של הפלטפורמות רגישה יותר לשינויים בסביבת הריבית<sup>63</sup>.

בסביבת ריבית גבוהה יותר היתרון היחסי של הבנקים בעלות גיוס המקורות יהפוך למשמעותי יותר: הואיל ואנשים, בדרך כלל, הינם שונאי סיכון - הרי בסביבת ריבית גבוהה יותר משקיעים עשויים להעדיף פיקדון בנקאי המשלם ריבית סבירה ללא סיכון חדלות פירעון על פני מימון הלוואות מסוכנות.

אולם למרות הצגת סיכון הריבית בחרה החברה להחשיב את סיכון הריבית בטבלה אותה הציגה כסיכון נמוך וזאת למרות שביום המיזוג כבר החל הסיכון להתממש להלן טבלת הסיכונים שהציגה החברה

מידת ההשפעה של גורם הסיכון			גורם הסיכון
גבוה	בינוני	נמוך	
		X	האטה כלכלית
		X	מצב ביטחוני, מדיני ופוליטי
		X	עליית ריבית
		X	התפשטות נגיף הקורונה
	X		שינויי רגולציה
		X	זמינות ורציפות עסקית ותפעולית בעת שינוי טכנולוגי
	X		אי עמידה בכללי ציות ואיסור הלבנת הון
		X	פגיעה בהמשכיות עסקית
		X	תחרות
		X	שלילת או אי חידוש הרישיון להפעלת מערכת לתיווך באשראי
	X		פגיעה במוניטין
		X	חיזוי של הביקוש להלוואות אל מול היצע האשראי בפלטפורמה
	X		פירעון הלוואות וגביית חובות
		X	פיתוח שירותים ומוצרים חדשים
	X		חשיפה למתקפות סייבר
X			תקלות מהותיות בפלטפורמה
		X	התחייבות קרן ההגנה
X			כשל בפעילות הפלטפורמה ו/או הטכנולוגיה בבסיסה



בהקשר זה נדגיש שבנק ישראל הגדיל והזהיר מפני סיכון הריבית לחברות תיווך אשראי כבר ב 21.3.2018 בעת שהריבית במשק הייתה אפסית.

וכך כתב בנק ישראל בהודעה מיוחדת לעיתונות<sup>11</sup> בה ציטט חלק מדוח בנק ישראל לשנת 2017: "בסביבת ריבית גבוהה יותר היתרון היחסי של הבנקים בעלות גיוס המקורות יהפוך למשמעותי יותר: הואיל ואנשים, בדרך כלל, הינם שונאי סיכון - הרי בסביבת ריבית גבוהה יותר משקיעים עשויים להעדיף פיקדון בנקאי המשלם ריבית סבירה ללא סיכון חדלות פירעון על פני מימון הלוואות מסוכנות. נוסף על כך, אם אחוזי אי הפירעון בהלוואות דרך הפלטפורמות המקוונות יעלו, החשש מהשקעה בהן יגבר, והמלווים ידרשו ריבית גבוהה עוד יותר. ככלל, הפלטפורמות רגישות יותר לשינויי מוניטין, של כל חברה בנפרד ושל הענף כולו. מפקידים בבנקים אינם רגישים לשינויים המחזוריים בהפסדי האשראי של הבנקים בזכות כרית ההון שהם משמרים והאמון בפיקוח היציבותי. האתגר הגדול בפני פלטפורמות האשראי הוא להמשיך ולפעול כשהריבית במשק תעלה, ועמה גם שיעור חדלות הפירעון, והצלחתן בכך תהיה תלויה בהצלחת המודלים להערכת סיכון שפיתחו. הפלטפורמות מסתמכות על פיזור ההלוואות כדי לצמצם את הסיכון. הדבר אמנם מקטין את הסיכון הייחודי של כל הלוואה, אך אינו מגן מפני עלייה בסיכון הסיסטמי של כלל המשק. כך גם לגבי מנגנון הביטוח שהן מציעות - במידה והעלייה בשיעורי חדלות הפירעון תהיה משמעותית, הפסדי האשראי עלולים לעלות על הסכום הצבור בקרן ההגנה. יוזכר כי הפלטפורמות עדיין לא נאלצו להתמודד עם משבר פיננסי."

8.7. כשלים בקביעת  $K_e$

בהערכת השווי נעשה שימוש ב  $R_m$  של מדד המניות הגלובאלי, בהערכת שווי לחברה מקומית אשר פועלת בישראל בלבד היה ראוי כי יעשה שימוש בתשואה הממוצעת של מדד המניות המקומי.

לצורך קביעת  $K_e$  מעריך השווי ביצע חישוב של ביטא של חברות אותן הגדיר חברות דומות, אולם מדובר בחברות ענק ששווי השוק של החברה הקטנה שבהן עומד על 231 מיליון דולר ושווי השוק של החברה הגדולה שבהן עומד על 8.9 מיליארד דולר. השוואה לחברות ענק אלו הפועלות בעיקר בארה"ב לא רק שאינה רלוונטית כלל, אלא גם לא מהוות מדגם מייצג.

## 9. הערכת השווי לטריא באמצעות מודל DCF

- 9.1. הכנסות – על פי הגידול בקצב ההכנסות בשנים האחרונות בנינו מודל אשר מעריך את קצב הגידול בהכנסות מידי שנה, שיעורי הצמיחה אותם המודל העריך הינם בין 7% ל-13% מידי שנה.
- 9.2. עלות השירותים – את עלות השירותים הערכנו כפונקציה שבסיסה שנת 2021 וגדלה לפי גידול התיק כשעלות השירותים השולית קבועה ועומדת על 41% שהינה הנמוכה ביותר שהייתה בחברה משנת 2018.
- 9.3. רווח גולמי – על פי המודל שבנינו שיעור הרווח הגולמי עולה משנת 2021 לשנת 2022 משיעור רווח של 40.6% לשיעור רווח של 51.9% וממשיך לעלות בהדרגתיות עד לשיעור רווח גולמי של 54.7%.
- 9.4. הוצאות מכירה ושיווק – את הוצאות המכירה והשיווק הערכנו כשיעור קבוע מהמחזור העומד על 23.7% בדומה לשנת 2021.

<sup>11</sup> בנק ישראל, דוברות והסברה כלכלית, הודעות לעיתונות "מה זה אשראי בלתי אמצעי"

### 9.5. להלן תחזית ה DCF

2027	2026	2025	2024	2023	2022	סעיף
123,715.50	114,089.20	104,462.90	94,836.60	85,210.30	75,584.00	הכנסות
8%	9%	10%	11%	13%	7%	
56,086.79	52,138.36	48,189.94	44,241.51	40,293.08	36,344.65	עלות השירותים
45%	46%	46%	47%	47%	48%	
67,628.71	61,950.84	56,272.96	50,595.09	44,917.22	39,239.35	רווח גולמי
54.7%	54.3%	53.9%	53.3%	52.7%	51.9%	
29,352.96	27,069.00	24,785.05	22,501.10	20,217.15	17,933.19	מכירה ושיווק
23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%	
19,050.50	17,290.00	15,529.50	13,769.00	12,008.50	10,248.00	הנהלה וכלליות
15.4%	15.2%	14.9%	14.5%	14.1%	13.6%	
48,403.46	44,359.00	40,314.55	36,270.10	32,225.65	28,181.19	סה"כ הוצאות תפעול
19,225.25	17,591.83	15,958.41	14,324.99	12,691.57	11,058.15	רווח (הפסד) תפעולי
4,421.81	4,046.12	3,670.43	3,294.75	2,919.06	2,543.38	מיסים על הכנסה (הטבת מס)
14,803.44	13,545.71	12,287.98	11,030.24	9,772.51	8,514.78	רווח נקי

9.6. להלן ניתוח רגישות לשם הערכת השווי בהינתן שיעורי היוון שונים ושינויים בשיעורי הצמיחה:

שיעור צמיחה			ונוט לזרימה
3%	2%	1%	
162,767	161,896	161,025	17%
148,984	148,244	147,504	20%
138,688	138,044	137,401	23%

9.7. נציין כי הערכת שווי זו, המצביעה על שווי של 137.4-162.7 מיליון ש"ח נערכה בהתאם לנתונים

אשר היו ידועים לציבור ביום אישור המיזוג, נכון לתאריך 31.12.2021 ללא מידע אודות ההכנסות התלויות.

9.8. תיק האשראי לקבוצות הרכישה נכון לתאריך 31.12.2021 היווה כ 12% מתוך סך הכנסות החברה. במידה והכנסות אלו היו מוכרות כהכנסות מותלות היה צורך להעריך מה ההסתברות לאי קבלת כספים אלו על מנת לבצע הפחתה בהכנסות במודל ה DCF.

9.9. להלן טבלת רגישות של שווי החברה ביחס להסתברות לאי קבלת התשלומים בגין ההכנסות התלויות (עבור שיעור היוון של 17% ושיעור צמיחה של 2% כפי שנקבע בהערכת השווי שהציגה החברה עצמה).

הסתברות לאובדן הכנסות תלויות			
30%	20%	10%	0%
128,562	139,673	150,785	161,896

9.10. להערכתנו, על פי תחשיב זה, פגיעת ההכנסות התלויות בשווי החברה נכון ליום 31.12.2021 נע בין 11.1 מיליון ש"ח לבין 33.3 מיליון ש"ח.

### 10. הגדרת הקבוצה המיוצגת

לצורך חישוב הנזק נגדיר ראשית את הקבוצה אשר ניזוקה מהאירוע. כפי שנמסר לי מעורכי הדין הקבוצה המיוצגת כוללת את כלל בעלי המניות מקרב הציבור אשר החזיקו במניות לוזון נדל"ן טרום המיזוג.  
על בסיס המידע המטעה, אישרו בעלי המניות בלוזון נדל"ן את הסכם המיזוג עם טריא ביום 22.5.22 ולפי שווי חברה הנאמד בשווי כולל של 323 מיליון ש"ח.

### 11. הערכת הנזק לקבוצה המיוצגת

הנזק לקבוצה המיוצגת הינו הפער בין שווי החברה אשר הוצג לבעלי מניות לוזון נדל"ן על בסיסו אישרו בעלי המניות את הסכם המיזוג.  
שווי החברה אשר הוצג לבעלי מניות לוזון קבוצה עמד על 322.9 מיליון ש"ח, כאשר חברת לוזון קבוצה החזיקה בקופתה 70 מיליון ש"ח במזומן, על כן שווי החברה לאחר המיזוג עמד על 392.9 מיליון ש"ח. על פי הסכם המיזוג בעלי המניות בלוזון נדל"ן קיבלו 19.08% ממניות הקבוצה הממוזגת, כלומר מניות בשווי של כ 74.9 מיליון ש"ח.  
לעומת זאת שווי מניות חברת טריא טרום המיזוג עמד על כ 128.5-162.7 מיליון ש"ח בהתאם לטבלאות הרגישות שהוצגו בסעיף 9 לחוות דעת זו.  
על כן, השווי הכלכלי של המניות אותן קיבלו בעלי מניות לוזון קבוצה ביום ההנפקה עמד על כ- 37.8- 44.4 מיליון ש"ח בלבד.

Macro2	Macro	C-Value	
128,562	162,767	322,933	שווי חברה
198,562	232,767	392,933	שווי חברה לאחר המיזוג
37,886	44,412	74,972	שווי מניות לוזון
37,086	30,560		נזק כלכלי

לאור זאת, הזנק הכלכלי שנגרם לבעלי מניות לוזון קבוצה בעקבות ההטעה בעת אישור המיזוג עומד להערכתנו על כ 37-30.5 מיליון ש"ח.

### 12. הרווח שצמח לבעלי המניות בטריא

- 12.1. טרום המיזוג בעלי המניות בטריא החזיקו בנכס ששווי עמד על 128-162 מיליון ש"ח.
- 12.2. במיזוג צורף לשווי זה מזומן בסך של 70 מיליון שקלם ועל כן שווי החברה לאחר המיזוג עמד על 198-232 מיליון ש"ח.
- 12.3. בעלי המניות בטריא על פי הסכם המיזוג החזיקו ב 73.05% ממניות החברה הממוזגת, כלומר נכס השווה ל 144.6-169.4 מיליון ש"ח.
- 12.4. למעשה הרווח שצמח לבעלי המניות בטריא עומד על כ 7.5-16.6 מיליון ש"ח.

### 13. סיכום

- 13.1. בהערכת השווי של C-Value אשר הוצגה במסגרת מסמכי המיזוג של חברת טריא עם חברת לוזון נדל"ן נפלו כשלים רבים אשר הובילו להטעיית בעלי מניות לוזון נדל"ן שאישרו את הסכם המיזוג בהתאם להערכת השווי.

- 13.2. מעבר לכך, בעת המיזוג לא היה ידוע לבעלי מניות לוזון נדל"ן על כך שחברת טריא גובה מראש עמלות מקבוצות רכישה עוד טרם העמידה את האשראי ולמעשה חלק משמעותי מהכנסותיה הינן הכנסות מותנות.
- 13.3. על פי הערכת השווי שערכנו ליום 31.12.2021 על בסיס מלוא המידע שהיה ברשות חברת טריא לתאריך זה, הגענו למסקנה כי שווי חברת טריא ביום ההנפקה עמד על כ 128.5-162.7 מיליון ש"ח.
- 13.4. על מי ממצאנו, הנזק שנגרם לבעלי מניות לוזון נדל"ן בעקבות ההטעיה עומד על כ -30.5 מיליון ש"ח
- 13.5. הרווח שצמח לבעלי המניות שהחזיקו בחברת טריא טרום המיזוג הוערך על ידנו בסכום כולל של 7.5-16.6 מיליון ש"ח.

#### 14. מקורות מידע

- 14.1. הועדה לבחינת התחרות בשוק האשראי – דוח רביעי.
- 14.2. אתר בנק ישראל.
- 14.3. מרכז המחקר והמידע של הכנסת – תיאור שוק כרטיסי האשראי.
- 14.4. אתר הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.
- 14.5. דיווחים מיידיים של החברה לבורסה באמצעות מערכת מאי"ה.
- 14.6. נתונים רשמיים של הבורסה לני"ע.
- 14.7. מאמרים המאוזכרים בגוף העבודה.
- 14.8. פסיקות רלוונטיות המוזכרות בגוף העבודה.
- 14.9. טיוטת הבקשה לאישור תביעה ייצוגית כנגד החברה.

#### 15. 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.
- מרצה באקדמיה לפיננסים BDO.



**רשימת חוות דעת מרכזיות:**

- חוות דעת מומחה, שיעורי הריבית במחירוני הבנקים מול הריבית הממוצעת המשולמת על ידם, יולי 2023 ;
- חוות דעת מומחה, מרווחי האשראי בבנקים והערכת הנזק לעניין ריבית על ההלוואות במערכת הבנקאית, יוני 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אמידת הנזק הכלכלי שנגרם לבעלי מניות נטו מלינדה בעקבות חיזוק גרעין השליטה בנטו אחזקות שלא כדין, יוני 2023 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת גובה ריבית סבירה ביתרת זכות בעו"ש והערכת הנזק לעניין ריבית פיקדונות במערכת הבנקאית, יוני 2023 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת הנזק שנגרם לבעלי מניות תדיראן בעקבות הטעיה והסתרת מידע מהותי בנוגע לשינויים בסביבה העסקית של החברה, מאי 2023 ;
- 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 ג'מבו, 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 ;