



אורי דהן ושות'
ייעוץ כלכלי ועסקי, השקעות וגיוס הון

שאלות הבהרה לגבי הערכות שווי חברת XXX בע"מ



הצהרה ופרטים על מגיש חוות הדעת

אני החתום מטה, נתבקשתי על ידי באי כוחו של מר XX להגיש את שאלות הבהרה בנושא שבנדון.

אני מגיש מסמך זה במקום עדות. אני מצהיר בזאת כי ידוע לי היטב, שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר בשבועה בבית המשפט, דין חוות דעתי זו כשהיא חתומה על ידי כדין עדות בשבועה שנתתי במסגרת התביעה.

להלן פרטי השכלתי וניסיוני המקצועי:

השכלה: בוגר (B.A.) בכלכלה - האוניברסיטה העברית בירושלים.
מוסמך (M.B.A.) במנהל עסקים, תחומי התמחות - מימון ובנקאות,
האוניברסיטה העברית בירושלים.

ניסיון: 1986 - 1988 רשות החברות הממשלתיות, משרד האוצר - נציג הממשלה
בחברות ממשלתיות.
1988 - 1994 בנק הדואר - מנהל מחלקה כלכלית.
1994 - ואילך יועץ ואנליסט כלכלי ועסקי.

בעיסוקי הנוכחי ובעיסוקי הקודמים הכנתי מגוון חוות דעת כלכליות לרבות חוות דעת מומחה לבית המשפט (דוגמאות באתר האינטרנט של משרדינו).

להלן תמצית הרקע והניסיון המקצועי שלי:

החל משנת 1993 ואילך – עוסק בהכנת מגוון עבודות כלכליות, אנליזה כלכלית, חוות דעת כלכליות לצרכים שונים, לחברות, לעסקים, ליזמים ומשקיעים ולגופים ציבוריים ועוד.

תחומי עיסוקי כוללים:

הכנת מגוון עבודות כלכליות: הערכות שווי לחברות ולפרויקטים, חוות דעת אקטואריות, חוות דעת מומחה במגוון נושאים כלכליים, לרבות לתביעות משפטיות ולתהליכי פישור/גישור, בחינות התכנות וכדאיות כלכלית, טיפול בהיבטים הכלכליים של צווי הקפאת הליכים והסדרי נושים לבתי משפט, ליווי הליכי מיזוג ורכישת חברות, ליווי משקיעים והכנת תיקים למשקיעים, תכניות עסקיות, עבודות מחקר עסקיות וכלכליות, סקירות ענפיות וניתוח מגמות ענפי, הכנה והצגת מצגות עסקיות ועוד.



ליווי יזמים בהקמה ופיתוח פרויקטים ועסקים, טיפול בקבלת מגוון הטבות מדינה במסגרת החוק לעידוד השקעות הון, הקרן לעידוד השיווק לחו"ל, המדען הראשי, קרנות דו לאומיות, גיוסי מימון ממשקיעים, בנקים ונותני אשראי אחרים, לרבות טיפול בגיוס הלוואות מקרנות ציבוריות שונות כגון הלוואות בערבות מדינה (לעסקים קטנים ולעסקים בינוניים), קרנות ציבוריות אחרות כגון קרנות הסוכנות היהודית, בחינת יכולת החזר האשראי, בחינת סיכון מקבלי אשראי ועוד.

למידע מקיף אודות ניסיוני והשכלתי ניתן לעיין באתר המשרד : www.uri-dahan.com

אורי דהן
חתימה



הנדון: שאלות לגבי הערכות שווי חברת XX בע"מ

לבקשתך להלן רשימת שאלות העולות מהערכות השווי שהוכנה ע"י רו"ח XX שיבר (להלן "הערכת השווי") עבור חברת "XX בע"מ" (להלן "החברה").

א. כללי

1. ככלל הערכת השווי לא נתמכה במקורות המידע עליה התבססה. נבקש לצרף את כל מקורות המידע עליה התבססה הערכת השווי, הן אלו הסוקרים את הענף, הן אלו המתייחסים לנושא מחיר ההון, הן הדוחות עליהם התבסס להצבת נתוני פעילות החברה וכל מקור מידע אחר עליו התבססה.
2. בין שתי גרסאות שהוגשו, נמצאו הבדלים. נבקש להסביר את הסיבה, בצרוף תמחור, לכל הנתונים שהשתנו בין הגרסה הראשונה לשנייה.

ב. החברה והסקירה הענפית

3. בתיאור החברה צוין כי החברה מייבאת את המוצרים אותם היא מוכרת, מספקים בחו"ל מארה"ב ומאירופה ועוד צוין כי מערכות המוצרים אותן היא מוכרת כוללות בריכות ספא, מערכות ברביקיו, מערכות סאונה, מטבחי גינה, בתי עץ ומתקני שעשועים לילדים, בריכות זרמים, מחסנים, אביזרי צליה. עם זאת בסקירה הענפית הוצגו נתוני צמיחה לתחום מטבחי החוץ בלבד. נתונים בהם נעשה בין היתר שימוש בהמשך בקביעת שיעורי הצמיחה (צמיחה של 17% ב- 2019 לעומת 2018, נחזור לכך בהמשך). האם אפשר כי איסוף מידע על רכיב אחד בלבד מתוך רשימה של 8 קבוצות מוצרים אותם מוכרת החברה עשוי לגרום להסקת מסקנות מוטעות?
4. לאור האמור, נבקש לבחון את שיעורי הצמיחה שהתרחשו במכלול רשימת המוצרים שהחברה מוכרת ושהוצגה בהערכת השווי, או לחילופין לא להתבסס על נתון של רכיב אחד בלבד, ולתמחר את השווי מחדש בהתאם.
5. נבקש לבחון זאת בפרט לאור העובדה כי מנתוני החברה עולה כי מכרה רק שני מטבחי חוץ בשנת 2018.
6. מנתוני המכירות הענפיים של תחום מטבחי החוץ ושיעורי הצמיחה שהוצגו בהערכת השווי עולה התמונה הבאה. הוצגו נתוני מכירות הענף לשנים 2016, 2018 ו- 2019. לא הוצגו נתוני מכירות 2017. מדוע לא הוצגו נתוני מכירות 2017?
7. האם הצגת נתוני 2017 תראה ירידה במכירות ענף מטבחי החוץ ב- 2018 לעומת 2017?



8. קיבוץ הנתונים (ראה לוח להלן) שהוצגו ועריכת אינטרפולציה לינארית לשנת 2017 החסרה, מראה כי ממוצע הצמיחה לשנים 2016 עד 2019 עומד על 10%. על מה מתבססת האמירה בסקירה הענפית (סעיף 2.4) כי הצפי להמשך צמיחה עומד על 16% לשנה ?

צמיחת שוק מטבחי החוץ			
נתונים שהוצגו	השלמת 2017	שיעור צמיחה	שנה
בהערכת השווי	ע"י אינטרפולציה	נגזר	
27.4	27.4		2016
	29.3	7%	2017
31.2	31.2	6%	2018
36.5	36.5	17%	2019
ממוצע		10%	-

9. בהעדר ביסוס לשיעור צמיחה של 16% כאמור לעיל, נבקש לתקן את שיעורי הצמיחה באופן יחסי (16%/10% = ירידה ל- 60% משיעורי הצמיחה שהוצבו לתחזית) ולתמחר את השווי מחדש בהתאם.
10. מבקשים לצרף מקור המידע או לציין מראי מקום (באמצעות קישורי "היפר לינק") ממנו נאסף המידע על נתוני מכירות ענף מטבחי החוץ ושיעורי הצמיחה שהתחוללו בו.
11. בנתוני השוק (סעיף 2.4 להערכת השווי) נאמר כי מחירים של מטבחי החוץ המיוצרים בישראל גבוה בכ- 15%-20% בהשוואה למטבחים המיובאים. בסעיף 2.1 נאמר כי החברה מוכרת מוצרים מיובאים. לאור זאת שמחירי המוצרים המיובאים נמוך מאלו המיוצרים בארץ, האם יש כדי בכך לתרום לצמיחה מתונה יותר במכירות החברה בעתיד ביחס לאלו שהוצגו ?
12. לסיכום נושא שיעורי הצמיחה הענפיים בפרק זה, האם שימוש בנתוני רכיב אחד בלבד מתוך 8 קבוצות מוצרים, שימוש בנתונים ענפיים חסרים, תוך התעלמות מכך שהחברה פעילה במוצרים מיובאים שמחירם נמוך יותר, עשוי היה לגרום למסקנות מוטעות לגבי שיעורי הצמיחה הענפיים בהערכת השווי ?
13. לאור האמור נבקש לקבוע שיעורי צמיחה עתידיים נמוכים יותר ולתמחר את השווי מחדש בהתאם ?
14. בתיאור החברה ומאפייניה, בולטת העובדה כי הוצגו רק חוזקות החברה ולא הוצגו חולשות החברה. מדוע לא הוצגו חולשות החברה ?
15. כיצד הייתה משפיעה הצגת חולשות החברה על שווי החברה ?
16. בכמה היה פוחת שווי החברה לו ניתן ביטוי לחולשות החברה ?
17. נבקש לבחון, לסקור, להציג ולכמת - מתן ביטוי לחולשות החברה, לתוך הערכת השווי, ולתמחר את השווי מחדש בהתאם.



ג. מחיר ההון

18. לא צוין מה המשקלות שניתנו לרכיבי מחיר ההון הכולל (WACC). חילצנו את המשקלות ומצאנו כי המשקל שניתן להון העצמי עומד על 37% ובהתאם עומד משקל ההון הזר על 63%. על מה מבוססות משקלות אלו. האם נעשה סקר ענפי? או מה מקור המידע?
19. הגדלת משקל ההון העצמי מ- 37% ל- 50% למשל, עשוי במודל השווי להוסיף עוד כ- 2 נקודות אחוז למחיר ההון הכולל. במודל שווי שהגדרנו (מצורף לנספחים) מצאנו כי תוספת 2% למחיר ההון הכולל עשויה להפחית את השווי בכ- 40%. האם מסקנה זו אפשרית?
20. לרכיב הריבית חסרת הסיכון במודל CAPM, האם יש כלל הקובע כי ישנה עדיפות לאג"ח ל- 10 שנים על פני 15 שנה?
21. לאור העובדה כי הערכת השווי מתייחסת לטווח אינסוף, האם לא נכון יותר לתת ביטוי לריבית חסרת סיכון ל- 15 שנה (שמצאנו כי לתאריך 18.52018 היא עומדת על 2.68%)?
22. נבקש להציב ולתמחר הערכת השווי מחדש על בסיס ריבית חסרת סיכון כאמור ל- 15 שנה.

ד. תחזית מכירות ושיעורי צמיחת המכירות

23. בסעיף 5.1 להערכת השווי נאמר כי מכירות 2017 פחתו לעומת מכירות 2016 ב- 10%, עם זאת הערכת השווי התבססה על נתוני צמיחת התוצר במדינת ישראל ככלל ולא על נתוניה הספציפיים של החברה. האם ישנה עדיפות בהתבססות על נתוני הצמיחה של המדינה בכלל על פני נתוני הספציפיים של העסק הנמדד?
24. התוצר משקף מיצוע לכלל פעילות המשק אך לא את הענפים הספציפיים. האם ישנה אפשרות שחלק מהענפים יצמחו ואחרים ידעכו?
25. שאלת בחירת שיעור צמיחה חיובי (3.7% לשנת התחזית הראשונה וכן הלאה) עולה ביתר שאת לאור הירידה החזקה שהתרחשה בשנה שקדמה לשנת התחזית הראשונה. לאור זאת האם יש מקום להפחית את שיעור הצמיחה אף לערך שלילי כלשהו (אף מתון יותר מערך שלילי של 10% שהתרחש בשנת 2017)?
26. לאור זאת, מדוע הונח כי החברה תצמח כפי שצומחת המדינה בכלל?
27. באם קיימת אפשרות כי החברה תצמח בצורה שונה מהמדינה?
28. האם קיימים מקרים בהם לא נמצא כל קשר בין צמיחת המדינה לצמיחת חברה ספציפית?
29. האם קיימים מקרים בהם מכירות חברה כלשהי פוחתות ולכן היא מציגה שיעורי צמיחה שליליים?
30. החברה הציגה בשנה האחרונה שלפני שנת התחזית הראשונה, צמיחה שלילית של 10% ובממוצע לחמש השנים שנסקרו (2013-2017) צמיחה שלילית של 1.5%. האם לאור זאת לא נכון יותר היה לתת לחברה שיעור צמיחה שלילי לתקופת התחזית, או לחלקה?
31. לאור העדר נתוני צמיחה ענפיים מבוססים (ראה פרק א' לעיל), לאור האפשרות כי הענף אינו פועל על פי הממוצע של כלל המשק, לאור האפשרות כי חברה ספציפית לא תפעל לפי ממוצע המשקי (המדינה), או אף לפי הממוצע הענפי, ובפרט לאור נתוני הצמיחה השליליים של החברה בעבר, האם נכון יותר היה לפחות להציב שיעור צמיחה שלילי של 1.5%, שהוא הממוצע הספציפי של החברה, לחמש שנות העבר שנסקרו?
32. לכמה הייתה פוחתת הערכת השווי לו הוצב שיעור צמיחה שלילי של 1.5% לחמש שנות התחזית הראשונות ולאחריהן ללא צמיחה כלשהי?



33. בטווח הרחוק הוצבה בהערכת השווי צמיחה פרמננטית חיובית בשיעור 2% לשנה, כלומר לאינסוף. לטובת מי שאינו בקיא במשמעות של כך, בטווח מספיק רחוק, היקפי המכירות גדלים לערכים לא ריאליים. האם עובדה זו נכונה ?
34. בהגדרת תחזיות פעילות, בהעדר מידע ספציפי אחר, מקובל מקצועית להפחית את שיעורי הצמיחה עם התקדמות על ציר הזמן, בהתאם לגישת "מחזור חיי המוצר"¹. שכן אחרת כל המוצרים והשירותים בעולם היו צומחים ללא הפסקה ולאינסוף. מצב עולם שכמובן אינו נכון. פעולה זו לא בוצעה כאמור בעצם קביעת שיעור צמיחה פרמננטי של 2% לאינסוף. האם מכך עולה כי היה מקום לבXX את שיעור הצמיחה הפרמננטי או אף למתן אותו ?
35. נבקש לתמחר מחדש את השווי עם ביטול או מיתון שיעור הצמיחה הפרמננטי ולהציג את תוצאת השווי בהתאם.

ה. תחזית הוצאות הפעלה והוצאות הנהלה וכלליות

36. האם נכונה ככלל האמירה ש"בטווח הרחוק, כל ההוצאות משתנות" ?
37. לכן האם מתן ביטוי להוצאות "חצי קבועות" למשל, בטווח הארוך, במקביל לצמיחה פרמננטית במכירות (2% לשנה לאינסוף), עשוי לגרום להגדלת שווי החברה, לעומת מצב בו כל ההוצאות משתנות ?
38. בכמה הייתה פוחתת הערכת השווי לו הוצבו הוצאות משתנות במלואן להוצאות ההפעלה והנה"כ ?
39. נבקש לתמחר השווי מחדש בהתאם ולהציג התוצאה.

ו. שאלת סיכום

40. לו נערכה הערכת השווי על בסיס הפרמטרים הבאים (ראה תחשיב מצורף בנספחים):
- שיעור צמיחה שאפיין את החברה בחמש השנים האחרונות, כלומר שיעור שלילי של 1.5% כאמור, לחמש שנות התחזית הראשונות ולאחר מכן ללא שיעור צמיחה כלל (שלילי או חיובי),
 - הוצאות משתנות במלואן (למעט מס חברות המחושב כ- 23% מהרווח לפני מס),
 - מתן ביטוי לריבית חסרת סיכון ל- 15 שנה כאמור וביסוס המשקלות של מחיר ההון הכולל, על סקר נורמטיבי, או מדגם מחירי הון, כאמור.
41. האם שווי החברה היה פוחת ביחס להערכת השווי שהוצגה ?
42. האם היה פוחת לפחות ל- 1.665 אלף ₪ ?

בכבוד רב, אורי דהן

חתימה

¹ <http://www.borsa.money-il.info/glossary/product-life-cycle>



נספחים

תמוז סגנון חיים בע"מ						
ריכוז נתוני רו"ה (אלפי ש"ח, ללא מע"מ)						
ממוצע 13-17	2017	2016	2015	2014	2013	סעיף / שנה
9,966 -1.5%	9,445 -9.7%	10,458 3.4%	10,115 4.3%	9,697 -4.2%	10,117	הכנסות שיעור שינוי
5,508 4,458	5,144 4,301	5,904 4,554	5,552 4,563	5,138 4,559	5,804 4,313	עלות המכירות (*) רווח גולמי
878 3,008 3,886	944 3,025 3,969	897 3,350 4,247	873 3,091 3,964	866 2,827 3,693	810 2,746 3,556	הוצאות הפעלה הוצאות מכירה והנה"כ סך הפעלה והנה"כ
572	332	307	599	866	757	רווח תפעולי
250 323	169 163	214 93	208 391	333 533	324 433	הוצ' מימון רווח לאחר מימון
92 231	36 127	42 51	96 295	168 365	116 317	הוצאות מיסים רווח לאחר מיסים

תמוז סגנון חיים בע"מ						
שיעור הסעיפים מההכנסות						
ממוצע 13-17	2017	2016	2015	2014	2013	סעיף/שנה
100%	100%	100%	100%	100%	100%	הכנסות
55.3% 44.7%	54.5% 45.5%	56.5% 43.5%	54.9% 45.1%	53.0% 47.0%	57.4% 42.6%	עלות המכירות רווח גולמי
8.8% 30.2% 39.0%	10.0% 32.0% 42.0%	8.6% 32.0% 40.6%	8.6% 30.6% 39.2%	8.9% 29.2% 38.1%	8.0% 27.1% 35.1%	הוצאות הפעלה הוצאות מכירה והנה"כ סך הפעלה והנה"כ
5.7%	3.5%	2.9%	5.9%	8.9%	7.5%	רווח תפעולי
2.5% 3.2%	1.8% 1.7%	2.0% 0.9%	2.1% 3.9%	3.4% 5.5%	3.2% 4.3%	הוצ' (הכנ') מימון רווח לאחר מימון
0.9% 2.3%	0.4% 1.3%	0.4% 0.5%	0.9% 2.9%	1.7% 3.8%	1.1% 3.1%	הוצאות מיסים רווח לאחר מיסים

