



גול פרטנרס בע"מ

הערכת שווי מניות הציבור במסגרת האפשרות
להצעת רכש מלאה מבעלי מניות המיעוט
ליום 31 בדצמבר, 2020

ינואר, 2021

A-PDF Split DEMO : Purchase from www.A-PDF.com to remove the watermark



לכבוד גול פרטנרס בע"מ
שלום רב,

נתבקשנו על-ידי גול פרטנרס בע"מ ("גול פרטנרס" או "מזמינת העבודה" או "החברה"), לבצע הערכת שווי לחברה-למניות החברה המוחזקות ביד' בקרב הציבור של החברה ("מניות המיעוט") ליום 31 בדצמבר 2020 (להלן: "מועד הערכה"), וזאת במסגרת האפשרות כי החברה תציע לבעלי מניות המיעוט לרכוש את מניותיהם כהצעת רכש מלאה, כפי שאושר ע"י ביהמ"ש (במסגרת הפחתת הון). הערכת השווי הינה בהתאם לדוחות הכספיים מיום 30 ביוני, 2020 אך כוללת את ההשפעות הצפויות על תוצאות פעילות החברה למועד הערכת השווי, כפי שנמסרו לנו מהנהלת החברה. עוד נציין, כי הערכת השווי בוצעה על בסיס "מציע" משתתף שוק שהינו, צד ג' לחברה.

בעת כתיבת הערכת השווי הסתמכנו על הנתונים הבאים:

- דוחות כספיים מבוקרים של החברה לשנים 2018-2019.
- דוחות כספיים סקורים של החברה ליום 30.6.2020.
- מידע כספי ליום 31.12.2020.
- תחזית הנהלת החברה לשנים 2020-2023.
- מידע שנמסר אלינו בעל-פה ו/או בכתב מהנהלת החברה.
- מידע לגבי מצב הלוואה בשותפות USA מיום 31 בדצמבר 2020.
- מידע גלוי לציבור.

המסמך המצורף הנו רכוש הבלעדי של בטא פייננס (להלן: "המסמך").

המסמך הוכן בהתאם להנחיות שסופקו מגול פרטנרס (להלן: "הלקוחה"), ונועד לשימושה הבלעדי וכן לגורמים נוספים להם בטא פייננס מאשרת במפורש ובכתב להסתמך או להשתמש. אין לעשות שימוש אחר במסמך, כולל ציטוטו במלואו או חלק ממנו או צירוף למסמכים אחרים, למעט למען המטרות אשר הובאו לעיל, ללא אישורה המפורש ובכתב של בטא פייננס. עם זאת, אנו מתירים לחברה ללקוחה להשתמש בהערכה זו ולפרסמה במסגרת הצעת הרכש לעיל.

בעת גיבוש המסמך, בטא פייננס הניחה והסתמכה על דיוק, שלמות ועדכניות המידע שהתקבל מהלקוחה ו/או מגורמים נוספים בקשר עם המסמך, לרבות נתונים פיננסיים ולרבות מידע צופה פני עתיד (להלן: "המידע"). בטא פייננס אינה אחראית לבחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע כאמור ובהתאם, לא ערכה בחינה כזו.

הנחות, ההערכות וההמלצות המופיעות במסמך אינן מדע מדויק, והן אמורות לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נכון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים, הנחות יסוד שנקבעו

ותחזיות שנאמדו. שינויים במשתנים העיקריים ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות היסוד ובהתאם את המסקנות שבמסמך.

המסמך אינו מהווה בדיקת נאותות (Due-Diligence) ואינו מתיימר לכלול את המידע, הבדיקות והמבחנים או כל מידע אחר הכלולים בבדיקות נאותות, לרבות בדיקת חוזים והתקשרויות של הלקוחה עם צדדים שלישיים. המידע המפורט במסמך, הינו מידע תמציתי בלבד, הוא אינו מתאר באופן מלא את פעילות הלקוחה ואת הסיכונים אשר להם חשופה הלקוחה. המסמך נועד להוות קנה מידה והערכה כללית. על כל משתמש לבחון את שלמות ו/או נאותות המידע בו בהתאם לצרכיו ולשיקוליו. יודגש כי אין במסמך משום ייעוץ או מסמך משפטי. פירוש מסמכים שונים, שבהם בטא פייננס עיינה, נעשה אך ורק לצורכי המסמך.

אין במסמך משום המלצת השקעה, או הימנעות מהשקעה, בלקוחה או בחלק ממנה. לבטא פייננס אין כל ודאות כי תחזיותיה והערכותיה ביחס ללקוחה אכן יתממשו, כולן או חלקן, ותוצאות הפעילות של הלקוחה עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המוערכות או המשתמעות מהאמור במסמך, בין היתר עקב שינוי בגורמי הסיכון המאפיינים את פעילות הלקוחה, וכן מההתפתחויות מאקרו-כלכליות ובגורמים חיצוניים המשפיעים על פעילות הלקוחה. למען הסר ספק, על אף כל שינוי כאמור, בטא פייננס אינה מתחייבת לעדכן או לשנות תחזית או הערכה כאמור ואינה מתחייבת לעדכן את המסמך. אין התחזיות המופיעות במסמך תקפות לשם בחינת כדאיות השקעות בפרויקטים כאלו ואחרים ואין הן מהוות המלצה לנקיטת אי אילו צעדים על ידי הלקוחה ובעליה.

בטא פייננס ומי מטעמה (לרבות בעלי מניותיה) אינם ערבים ו/או אחראים לשלמות המידע המפורט במסמך, לדיוק הנתונים הכלולים בו ו/או לכל השמטה, שגיאה או ליקוי אחר במסמך ובפרט על דיוק התכנים בו ו/או כי המידע בו לא השתנה מאז תאריך כתיבת המסמך.

בטא פייננס, שותפיה, עובדיה ונציגיה לא ישאו בכל אחריות בגין נזקים ו/או הפסדים ישירים או עקיפים מכל סוג שהוא אשר יגרמו למשתמש באופן מיידי או תוצאתי, בין אם עולה מתוך חוזה, עוולה (כולל רשלנות) ומכוח כל דין, כתוצאה משימוש במסמך ו/או המידע בו או בכל הסתמכות של המשתמשים על המסמך, או בכל אירוע אחר שבא בעקבות השגת גישה של משתמשים נוספים למסמך.

עבודתה של בטא פייננס נוהלה בהתאם לדרישות המקצועיות הנדרשות מיועץ הפיננסי. בתחומים אחרים, נהלים ומנהגים הרלוונטיים לעבודה עשויים להיות שונים ויתכן שהנתונים יוצגו בצורה שונה. לכן המסמך לא נערך בתיאום עם נהלים ומנהגים של אף גוף מקצועי

פרטי המעריך וניסיונו המקצועי -

הערכת השווי בוצעה על ידי מר יניב אבדי, רו"ח, שותף מייסד בחברת בטא פייננס ומומחה במימון והערכות שווי. מר אבדי הינו בעל תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה בהצטיינות יתרה, רו"ח ותואר שני במנהל עסקים בהתמחות במימון וחשבונאות בהצטיינות. ליניב יש מעל ל-13 שנות ניסיון בייעוץ וניהול והוראה במוסדות אקדמיים (בתחום החשבונאות והמימון) לרבות ניסיון רחב בעסקים, אסטרטגיה ובייעוץ כלכלי. בטרם הצטרפותו לבטא פייננס יניב שימש ככלכלן ראשי של חברת אחזקות בינלאומית. ליניב ניסיון בהערכות שווי של חברות ציבוריות ופרטיות כאחד, חוות דעת להוגנות עסקה, הערכות שווי מניה (409A), הקצאת עלות רכישה (PPA), הערכות שווי ESOP ומכשירים פיננסיים מורכבים, בדיקת היתכנות כלכלית ואנליזה תמחירית לפרויקטים ועוד. נשמח לעמוד לרשותכם בכל שאלה ו/או הבהרה,



בטא פייננס צ.י.ש בע"מ

מתחום אחר. אין להפנות אל המסמך, לצטט אותו או חלקים ממנו, בכל מסמך אחר החשוף לצד ג'.

כל שימוש במסמך מותנה בקריאה והכרת פרטיו ומגבלותיו, ויפורש כהסכמה בעליל לתנאים דלעיל.

ביצוע החישובים בעבודה זו נעשה באמצעות שימוש בגיליון אלקטרוני, לפיכך יתכנו הפרשי עיגול.

במידה ומכל סיבה שהיא, תחליט ערכאה משפטית או רשות מוסכמת כלשהיא, כי איזו מהוראות המסמך הינה בלתי סבירה, אך הייתה סבירה אילו שונה תנאי מתנאיה, הרי ששינויים אלה יהיו מחייבים ביחס למסמך כאילו היו בו מלכתחילה, כך שתוקפו של מסמך זה ישמר.

להלן נתונים נוספים, הנדרשים על פי תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומידיים), התש"ל 1970:

מזמינת העבודה הינה גול פרטנרס בע"מ.

מועד ההתקשרות בין מזמינת העבודה לבין בטא פייננס צ.י.ש הינו דצמבר, 2020.

תוכן עניינים

5.....	על החברה
12.....	מתודולוגיה
17.....	הערכת שווי
<u>26</u> ²⁴	נספחים

פרק 1 על החברה

על החברה

כללי

גול פרטנרס בע"מ (להלן: "**החברה**") התאגדה בישראל בתאריך 15 למאי, 1997 כחברה פרטית. במחצית הראשונה של שנת 2004 הוחלף שמה המקורי של החברה, דש-קד בע"מ, לפולאר בינלאומי – נדל"ן תיירות וניהול בע"מ, בחודש אפריל, 2005 שונה שם החברה לפולאר נדל"ן בינלאומי (1997) בע"מ וביום 1 בפברואר, 2011 הוחלף שם החברה לשמה הנוכחי.

בחודש מאי, 2005 הנפיקה החברה לראשונה את ניירות הערך שלה לציבור, לרבות מניות ואגרות חוב. בחודש מאי, 2013 נמחקו מניות החברה ממסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב לאחר שלא עמדה בתנאים להעברת מניות החברה מרשימת השימור. החל מאוקטובר 2013 לא קיימים ניירות ערך של החברה הרשומים למסחר בבורסה, אך החברה נותרה תאגיד מדווח על-פי חוק ניירות ערך.

נכון להיום, החברה עוסקת בני תחומי פעילות כדלקמן:

תחום התיירות – החברה עוסקת בתחום זה באמצעות חברת RCI ישראל (1999) בע"מ (להלן: "**RCI ישראל**"). במסגרת פעילות זאת, עוסקת החברה במתן שירותי תחלופת יחידות נופש בארץ ובעולם ובמתן שירותי סוכנות נסיעות. בקשר לכך, התקשרה RCI ישראל בהסכם רישיון עם RCI אירופה. מכוח הסכם זה, העניקה RCI אירופה ל-RCI ישראל, באופן בלעדי, בישראל בלבד, ולתקופה של 30 שנים (החל מיום 30.4.1999) – רישיון גישה למערכת המחשב של רשת RCI העולמית וכן רישיון שימוש במערכת תחלופת הנופש של RCI העולמית. בגין הרישיון כאמור, RCI ישראל מחויבת לשלם תמלוגים ל-RCI אירופה בשיעור של 16% מסך הכספים שתיגבה מחברי RCI ישראל בגין דמי התחלופה ובגין דמי ההרשמה. ביולי 2017, נחתם הסכם בין RCI ישראל ל-RCI אירופה, לפיו, החל מ-1.7.2017 ועד ליום 31.12.2020 יעודכן שיעור התמלוגים ל-12%. נכון למועד הכנת חוות דעת זו שיעור התמלוגים המשולמים ל-RCI אירופה חזר ל-16%.

נכון להיום, תחום זה הינו התחום היחידי הפעיל בחברה קרי, ההכנסות המוצגות בשנת 2019 ו-2020 נובעת מתחום התיירות בלבד.

תחום הנדל"ן – מיום 4 לספטמבר, 2015 החברה החלה לפעול במדינת ניו יורק באמצעות תאגיד אמריקאי שבבעלותה המלאה (להלן: "**GOAL USA**") וזאת באמצעות השקעות יחד עם שותפים אמריקאים ברכישת נכסי נדל"ן שונים המיועדים למגורים (לרבות קרקע) ברובעים קווינס, ברוקלין ומנהטן שבניו-יורק, ארה"ב, ומכירתם בפרק זמן קצר. נכון להיום החברה מימשה את כל ההשקעות בתאגיד נכס שהיו בבעלות GOAL USA.

בעלי המניות

להלן בעלי המניות בחברה וכן, אחוז אחזקותיהם:

שם	אחוז אחזקה
יצחק גילון	44.84%
דוב וויס	29.24%
מיטב דש השקעות בע"מ	10.45%
אחר	15.47%
סה"כ	100.00%

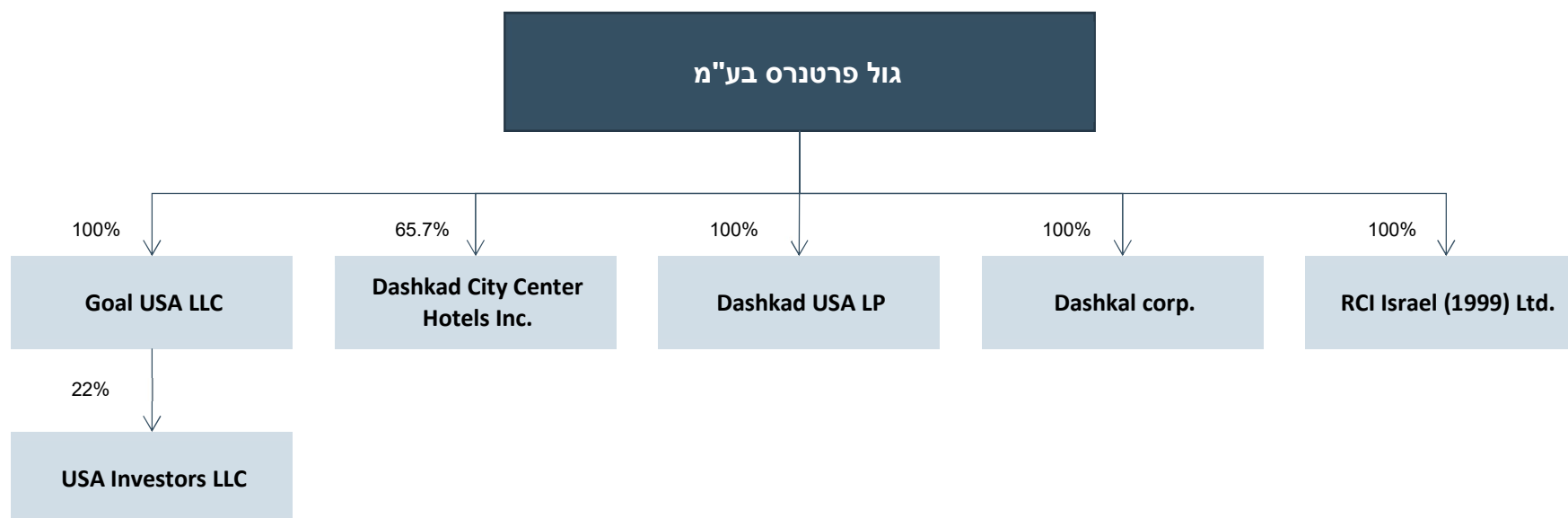
מקור: הנהלת החברה, נכון למועד הערכת השווי

בהתאם לדוח מידי שפורסם ביום 16 בדצמבר 2018, בתחילת שנת 2019 רכשה החברה את מניות פולאר השקעות בע"מ (Buy Back), אשר החזיקה טרם הרכישה ב-22.26% מהון מניות החברה. כפועל יוצא, שיעור אחזקת בעל השליטה (יצחק גילון) עלה ל-44.84%, דוב וויס עלה ל-29.24% וכן מיטב דש השקעות בע"מ עלו ל-10.45%. בעלי מניות אחרים מורכבים בעיקרם מאיילון חברה לביטוח בע"מ (3.46%) ודן להט (4.75%).

על החברה

מבנה האחזקות

להלן מבנה אחזקות החברה:



מקור: הנהלת החברה, נכון למועד הערכת השווי

נתונים כספיים

מאזני החברה

להלן מאזני החברה לימים 31 בדצמבר 2018-2019 וכן ליום 30 ביוני 2020 (אלפי ₪):

אלפי ₪	31.12.2018	31.12.2019	30.6.2020
נכסים			
נכסים שוטפים			
מזומנים ושווי מזומנים	13,679	8,302	9,453
לקוחות	3,747	3,615	72
חייבים ויתרות חובה	1,247	657	782
סה"כ נכסים שוטפים	18,673	12,574	10,307
נכסים לא שוטפים			
השקעה בעסקאות משותפות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני	2,709	2,077	2,192
פיקדון	390	367	100
יתרות חובה לזמן ארוך	1,086	1,212	1,147
נכס זכות שימוש	-	1,195	1,124
רכוש קבוע, נטו	186	109	86
סה"כ נכסים לא שוטפים	4,371	4,960	4,649
סה"כ נכסים	23,044	17,534	14,956

- יתרת חייבים ויתרות חובה לימים 31 בדצמבר 2019 ו-30 ביוני 2020, הינה כ- 0.7 מיליון ₪ וכ-0.8 מיליון ₪, בהתאמה. יתרה זו כוללת בין היתר הוצאות מראש אשר מהוות הוצאות בגין תמלוגים אשר ישולמו בעתיד. הוצאות אלו הינן בגין תמלוגים ל- RCI אירופה, בהתאם להסכם הרישיון של RCI ישראל עם RCI אירופה.
- סך הנכסים השוטפים ליום 30 ביוני 2020 הסתכם לכ-10.3 מיליון ש"ח, לעומת סך של כ-12.6 מיליון ₪ ביום 31 בדצמבר, 2019. עיקר השינוי נובע מירידה ביתרת הלקוחות כתוצאה מהפגיעה בפעילות התיירות בחברת RCI ישראל עקב משבר הקורונה. יחד עם זאת, התחייבויות השוטפות ירדו במקביל כך שההון החוזר של החברה היה כ-5.7 מיליון ₪ נכון ליום 30 ביוני, 2020 מול 5.4 מיליון ₪ נכון ליום 31 בדצמבר, 2019
- סך הנכסים הלא שוטפים ביום 30 ביוני, 2020 הסתכמו לכ-4.65 מיליון ₪, לעומת סך של כ-4.96 מיליון ₪. עיקר השינוי נובע מהחזרת חלק גדול מהפיקדון שניתן לבעל הנכס ע"י חברת RCI ישראל כתוצאה מהחתימה על הסכם שכירות חדש החל מיוני 2020.
- יתרת השקעה בעסקאות משותפות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני ליום 31 בדצמבר, 2019 וליום 30 ביוני, 2020 הינה כ-2.1 מיליון ₪ וכ-2.2 מיליון ₪, בהתאמה. יתרה זו הינה בגין 22% מהזכויות ב-USA INVESTORS LLC - שותפות אשר עיקרה הלוואה שנתנה השותפות לאזרח פרטי בארה"ב, אשר כפי שנמסר לנו ע"י הנהלת החברה, מופיע בדוח הכספי לפי ערכו החוזי.
- יתרת סעיף יתרות חובה לזמן ארוך ליום 31 בדצמבר 2018 ו-2019 הינה כ-1.1 מיליון ₪ וכ-1.2 מיליון ₪, בהתאמה. יתרה זו כוללת בעיקר הוצאות מראש לזמן ארוך בגין תמלוגים אשר ישולמו בעתיד, כמתואר לעיל (בהוצאות מראש לטווח קצר). יתרה זו מהווה כ-88% מסך יתרות חובה לזמן ארוך, נכון ליום 31 בדצמבר, 2019;
- נכון ליום 30 ביוני, 2020, לחברה נכס זכות שימוש בסך של כ-1.1 מיליון ש"ח הנובע מהכרה בנכס בשל זכות חוזית במבנה מושכר, בעקבות אימוץ IFRS16.
- יתרת הרכוש הקבוע ליום 31 בדצמבר, 2019 ו-30 ביוני, 2020 הינה כ-109 אלפי ₪ וכ-86 אלפי ₪, בהתאמה.

- יתרת המזומנים נכון לימים 31 בדצמבר, 2018 ו-2019 הינה כ-13.7 מיליון ₪ וכ-8.3 מיליון ₪, בהתאמה. הקיטון ביתרות המזומנים נובע בעיקרו מתשלום בסך 3.6 מיליון ש"ח לחברת פולאר השקעות (בעלת מניות לשעבר) בשל השלמת עסקת רכישת המניות ממנה וכן בשל חלוקת דיבידנד בסך של כ-2.1 מיליון ₪;
- ביום 30 ביוני, 2020 יתרת המזומנים של החברה הסתכמה לכ-9.5 מיליון ₪ גידול של כ-14% בהשוואה ליום 31 בדצמבר, 2019.

נתונים כספיים

מאזני החברה

להלן מאזני החברה לימים 31 בדצמבר 2018-2019 (אלפי ₪):

אלפי ₪	31.12.2018	31.12.2019	30.6.2020
התחייבויות והון			
התחייבויות שוטפות			
הלוואות מצדדים קשורים ואחרים	5,669	959	942
ספקים ונותני שירותים	3,051	3,212	39
זכאים ויתרות זכות	1,605	1,626	2,346
הכנסות מראש	1,908	1,333	1,257
סה"כ התחייבויות שוטפות	12,233	7,130	4,584
התחייבויות לא שוטפות			
הכנסות מראש לזמן ארוך	4,436	4,120	3,948
התחייבות בגין חכירה	-	823	905
התחייבות בגין הטבות לעובדים, נטו	100	118	156
סה"כ התחייבויות לא שוטפות	4,536	5,061	5,009
הון			
הון עצמי המיוחס לבעלים של החברה	6,309	5,376	5,397
זכויות שאינן מקנות שליטה	(34)	(33)	(34)
סה"כ הון	6,275	5,343	5,363
סה"כ התחייבויות והון	23,044	17,534	14,956

- יתרת הלוואות מצדדים קשורים ואחרים ליום 31 בדצמבר, 2018 הינה כ- 5.7 מיליון ₪ ועיקרה בגין הלוואה שקיבלה החברה מפולאר השקעות בע"מ, בעלת מניות של החברה. ביום 1 בינואר, 2008. במסגרת השלמת העסקה עם פולאר השקעות כאמור בדצמבר 2018, נפרעה התחייבות בסך של כ-4.7 מיליון ₪. יתרת ההלוואות ליום 31.12.2019 ויום 30.6.2020 עומד על כ-959 אלפי ₪ וכ-942 אלפי ₪, בהתאמה. כפי שנמסר מהנהלת החברה, הלוואה זו שייכת לחברה DASHKAD CITY CENTER HOTELS (להלן: "דשקד") מול בעל השליטה לשעבר. להלוואה זו לא נקבע מועד פירעון וכן אין לה את המקורות לפרוע הלוואה זו.

עוד נציין כי לא קיימות בטוחות שניתנו על-ידי החברה (או/ו על-ידי חברות מאוחדות) בגין הלוואה זו, ומדובר ברישום חשבונאי בלבד. כמו כן, נציין כבר עתה שהלוואה זו לא נלקחה בחשבון במסגרת החוב הפיננסי של החברה.

- יתרת זכאים ויתרות זכות לימים 31 בדצמבר, 2019 וליום 30 ביוני, 2020 הינה כ-1.6 מיליון ₪ וכ-2.3 מיליון ₪ בהתאמה. יתרה זו כוללת יתרת זכאים אחרים בסך של כ-453 אלפי ₪ נכון ליום 31 בדצמבר, 2019 בגין חוב של RCI ישראל כלפי RCI אירופה בשל תמלוגים המשולמים מתוקף הסכם הזיכיון אחת לרבעון. כמו-כן, נכון ליום 30 ביוני 2020 יתרת הזכאים כללה סכום של 1.1 מיליון ₪ מקדמות מלקוחות.
- יתרת הכנסות מראש (שוטפות ולא שוטפות) ליום 31 בדצמבר, 2019 וליום 30 ביוני, 2020 הינה כ-5.45 מיליון ₪ וכ-5.2 מיליון ₪, בהתאמה. יתרה זו כוללת בעיקר דמי חבר שהתקבלו מראש בגין חברות ברשת RCI העולמית. מתוך יתרה זו, הכנסות מראש שוטפות אשר השירותים בגינם יינתנו בשנה הקרובה עומדים על סך של כ-1.3 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר, 2019 וליום 30 ביוני, 2020.
- סך ההתחייבויות השוטפות נכון ליום 30 ביוני, 2020 הסתכמו לכ-4.6 מיליון ₪, לעומת סך של כ-7.1 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר, 2019. השינוי נובע מירידה ביתרות הספקים בחברת RCI ישראל כתוצאה מהירידה בפעילות התיירות עקב משבר הקורונה.
- נכון ליום 30 ביוני, 2020, החברה הכירה בהתחייבות בגין חכירת הנס המושכר בסך של כ-823 אלפי ש"ח, זאת כאמור בעקבות יישום IFRS16
- נכון ליום 30.6.2020 ההון העצמי של החברה עומד על כ-5.4 מיליון ₪, לעומת סך של כ-5.3 מיליון ₪ ליום 31.12.2019, קרי לא חל שינוי מהותי בהון העצמי של החברה. הירידה ליום 31.12.2019 למול 31.12.2018 (כ-15%) הינה פועל יוצא של עסקת Buy Back, כמפורט לעיל וכן לאור חלוקת דיבידנד בסכום של 2.1 מיליון ₪ ב-2019 (בניכוי הרווח הנקי של החברה בתקופה).

נתונים כספיים

דוחות רווח והפסד

להלן דוח רווח והפסד של החברה לשנים 2016-2019 (אלפי ₪):

אלפי ₪	2018	2019	H1/2019	H1/2020
הכנסות ממתן שירותים	8,473	7,686	4,124	2,472
הוצאות מכירה ושיווק	(4,484)	(4,688)	(1,996)	(1,494)
הוצאות הנהלה וכלליות	(3,593)	(2,746)	(1,472)	(891)
רווח מפעולות רגילות	396	252	656	87
הוצאות מימון, נטו	226	(464)	(355)	(198)
הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו	-	2,332	2,332	31
חלק החברה ברווחי עסקאות משותפות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני	335	273	145	109
רווח לפני מיסים על ההכנסה	957	2,393	2,778	29
הוצאות (הכנסות) מיסים על הכנסה	(127)	79	(161)	(9)
רווח נקי לשנה	830	2,472	2,617	20

הכנסות ממתן שירותים בשנים 2018 ו-2019 הינן כ-8.4 מיליון ₪ וכ-7.7 מיליון ₪ בהתאמה. מכאן כי בשנת 2019 נרשמה ירידה של כ-9% בהכנסות לעומת 2018. הכנסות אלו נבעו כולן ממגזר התיירות. כפי שנמסר מהנהלת החברה, עיקר הירידה בשנת 2019 נובעת מהסיבות כלהלן:

(1) עיכוב מהותי בחידוש הסכם מול רשת קלאב הוטל – החברה מעניקה שירותי תחלופות נופש לבעלי יחידות נופש במלונות קלאב הוטל השונים, המוענקים להם מכוח הסכם כאמור שנחתם ב-31.12.2008 לתקופה של 10 שנים, קרי עד תום 2018. במסגרת ההסכם, קלאב הוטל משלמת ל-RCI דמי חבר שנתיים בגין השירותים המוענקים לבעלי יחידות הנופש. מאחר ואופציית החידוש מומשה ביוני 2019 בלבד, מגוון הלקוחות במחצית הראשונה של השנה הצטמצם וכפועל יוצא, חל קיטון בהכנסות.

(2) ירידה בשע"ח של הדולר – חלק מהותי מפעילות החברה הינו בדולר. נכון ליום 31.12.19, שער הדולר עמד על כ-3.45 ש"ח, זאת לעומת כ-3.75 ₪ ליום 31.12.18, קרי ירידה של כ-8%. לאור הגידול בפעילות הדולרית במחצית השנייה של 2019 ולאור העובדה כי דוחות החברה מוצגים בשקל, היחלשות שער הדולר הביאה לירידה במכירות החברה בשנת 2019.

(3) ירידה מתמשכת במצבת חברי המועדון, המהווה בסיס לפעילות הליבה של החברה. כפי שנמסר מהנהלת החברה, לאור אי חידוש דמי החבר של בעלי יחידות הנופש, חלה בשנים האחרונות ירידה מהותית בחברי RCI ישראל, אובדן של כ-1,000 חברים בשנה. החברה צופה כי פעילות זו תלך ותצטמצם בשנים הבאות.

סוף שנה	2016	2017	2018	2019	*2020
חברי מועדון	7,646	5,584	4,900	4,452	3,890
* צפי סיום					

במחצית הראשונה לשנת 2020 הכנסות החברה ממתן שירותים הסתכמו לכך 2.5 מיליון ₪ לעומת הכנסות של 4.1 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הסיבה לכך נובעת בעקבות ירידה בהכנסות ובפעילות בגלל הפגיעה ממשבר הקורונה. כמו כן, כפי שנמסר מהנהלת החברה, החברה קיבלה מהמדינה מענקים בגובה של כ-570 אלפי ש"ח שנת 2020.

הוצאות מכירה ושיווק בשנת 2019 הסתכמו לכך 4.7 מיליון ₪. במחצית הראשונה לשנת 2020 הוצאות מכירה ושיווק הסתכמו לכך 1.5 מיליון ₪ לעומת הוצאות של כ-2 מיליון ₪ במחצית הראשונה לשנת 2019.

הוצאות הנהלה וכלליות הסתכמו בשנת 2019 בכך 2.7 מיליון ₪. במחצית הראשונה לשנת 2020 סעיף הוצאות הנהלה וכלליות הסתכמו לכך 891 אלפי ₪ לעומת כ-1.5 מיליון ₪ במחצית הראשונה לשנת 2019, וזאת כחלק מצעדי התייעלות שנקטה הנהלת החברה.

שיעור רווח תפעולי מסך ההכנסות בשנת 2019 ובמחצית הראשונה לשנת 2020 עמד על כ-3.2% וכ-3.5% בהתאמה

הכנסות אחרות בשנת 2019, הסתכמו לכך 2.3 מיליון ₪. בפברואר 2019, הושלמה כאמור עסקת רכישת המניות מבעלת המניות לשעבר, פולאר השקעות. כחלק מהשלמת העסקה, הסכמי בעלי המניות והניהול פקעו וכתוצאה נוצר רווח חד פעמי הנרשם כהכנסות אחרות בשנת 2019.

נתונים כספיים

- להלן פירוט הוצאות ההנהלה בשנים 2018-2019, באלפי ש"ח:

אלפי ש"ח	2018	2019
הוצאות בגין עובדים	1,244	970
דמי ניהול לבעלי שליטה	378	382
שכר דירה, אחזקת משרד ומערכות מידע	262	172
שירותים מקצועיים	958	406
שכר וביטוח דירקטורים	267	278
נסיעות לחו"ל	253	269
פחת והפחתות	29	23
אחרות	202	246
סה"כ הוצאות הנהלה וכלליות	3,593	2,746

- ניתן לראות כי הוצאות בגין עובדים הינן ההוצאות העיקריות בהוצאות הנהלה וכלליות והן מהוות כ- 35% מהוצאות הנהלה וכלליות בשנים 2018-2019;
- כמו כן, הוצאות בגין דמי ניהול לבעל שליטה בהוצאות הנהלה וכלליות מייצג שכר מנכ"ל אשר היה חלק מקבוצת בעלי השליטה בחברה עד לחודש פברואר 2019;

פרק 2 מתודולוגיה

מתודולוגיה

שווי הוגן (Fair Value) של נכס מוגדר בתקן דיווח כספי בינלאומי 13, (להלן: "IFRS13") כ"המחיר שהיה מתקבל ממכירת נכס או שהיה משולם להעברת התחייבות בעסקה רגילה בין משתתפים בשוק במועד המדידה".

הערכת שווי הוגן של נכס הינה מדידה מבוססת שוק ולא מדידה ספציפית לישות וכזו איננה יכולה להביא בחשבון שיקולים של מחזיק בנכס, לרבות: סינרגיות, שימוש לא יעיל או אי שימוש בנכס אך מאידך נדרש להביא בחשבון מאפיינים אשר משתתפים בשוק היו מביאים בחשבון בעת תמחור הנכס או ההתחייבות במועד המדידה בתנאי שוק נוכחיים. בין היתר, יש להביא בחשבון מאפיינים כגון: מצב ומיקום הנכס, מגבלות במידה וקיימות על מכירה או שימוש בנכס ועוד. IFRS13 קובע עוד שאת המדידה יש לבצע בשוק העיקרי של הנכס או ההתחייבות, ובהיעדר שוק עיקרי בשוק הכדאי ביותר עבור אותו נכס.

IFRS13 קובע מדרג לשווי הוגן בהתבסס על איכות הנתונים כדלקמן:

נתוני רמה 1 - מחירים מצוטטים בשווקים פעילים. לפי ראיית התקן, נתוני רמה 1 מספקים את הראייה המהימנה ביותר ויש להשתמש בו ללא כל התאמה.

נתוני רמה 2 - מחירים מצוטטים עבור נכסים זהים או דומים או עבור התחייבויות זהות או דומות בשווקים פעילים ובשווקים לא פעילים. בכדי לחלץ את השווי הוגן של הנכס המבוקש נדרש לבצע התאמות ספציפיות לנכס, לרבות: המצב או המיקום של הנכס, המידה שבה הנתונים מתייחסים לפרטים שהם ניתנים להשוואה לנכס וכן הנפח של הפעילות או הרמה של הפעילות בשווקים שבהם הנתונים נצפים.

נתוני רמה 3 - הם נתונים שאינם ניתנים לצפייה עבור הנכס ואלו ישמשו כדי למדוד שווי הוגן במידה שבה נתונים רלוונטיים שניתנים לצפייה אינם ניתנים להשגה, ובכך יתאפשרו מצבים שבהם קיימת פעילות שוק מועטה, אם בכלל, עבור הנכס במועד המדידה. נתונים שאינם ניתנים לצפייה יסקפו את ההנחות שמשתתפים בשוק ישתמשו בהן בעת תמחור הנכס או ההתחייבות, כולל הנחות לגבי סיכון.

שוק פעיל (active market) - "שוק שבו עסקאות של הנכס או של ההתחייבות מתרחשות בתדירות מספיקה ובנפח מספיק כדי לספק מידע לגבי תמחור על בסיס מתמשך".

שוק עיקרי (principal market) של נכס מוגדר בתקן דיווח כספי בינלאומי 13, (להלן: "IFRS13") כ"השוק בעל נפח ורמת פעילות הגדולים ביותר עבור הנכס או עבור ההתחייבות".

משתתפי שוק (Market participants) - "קונים או מוכרים בשוק העיקרי (או הכדאי ביותר) של הנכס או של ההתחייבות שיש להם את כל המאפיינים הבאים:

- (א) הם בלתי תלויים אחד בשני, כלומר הם לא צדדים קשורים כהגדרתם ב- IAS24.
- למרות זאת, המחיר בעסקה עם צד קשור עשוי לשמש כנתון למדידת שווי הוגן אם לישות יש ראייה שההתקשרות בעסקה בוצעה בתנאי שוק.
- (ב) הם בעלי ידע, יש להם הבנה סבירה לגבי הנכס או ההתחייבות ולגבי העסקה תוך שימוש בכל המידע הניתן להשגה, כולל מידע שניתן להשיגו באמצעות בדיקות נאותות שהם רגילים ונהוגים.
- (ג) הם יכולים להתקשר בעסקה עבור הנכס או ההתחייבות.
- (ד) הם נכונים להתקשר בעסקה עבור הנכס או ההתחייבות, כלומר הם בעלי מוטיבציה אך אינם מאולצים או מחויבים בדרך אחרת לעשות זאת.

השימוש המיטבי (Highest and best use) - "השימוש של נכס לא פיננסי על ידי משתתפים בשוק שהיו ממקסמים את הערך של הנכס או של הקבוצה של נכסים והתחייבויות (לדוגמה עסק) שבה הנכס היה משמש".

עסקה רגילה (orderly transaction) - "עסקה שמניחה חשיפה לשוק לתקופה שלפני מועד המדידה כדי לאפשר פעילויות שיווקיות שהן רגילות ונהוגות לעסקאות בהם מעורבים נכסים או התחייבויות כאלה; זו אינה עסקה כפויה (לדוגמה פירוק כפוי או מכירה בתנאי לחץ)".

ההגדרה המקובלת לשווי הוגן של נכס הינה המחיר שלפיו יחליף נכס ידיים, בין קונה מרצון למוכר מרצון, כאשר אף לא אחד מן הצדדים כפוי לקנות או למכור, ולשני הצדדים מידה סבירה של ידע אודות העובדות הרלבנטיות לעסקה.

מתודולוגיה להערכת שווי נכס

הערכת שווי עסק, פעילות, נכסים או התחייבויות יכולה להתבצע על פי אחת או יותר מבין מספר מתודולוגיות מקובלות שונות להערכת שווי. על פי רוב נוהג לחלק את כלל מתודולוגיות הערכת השווי בין שלוש גישות עיקריות:

- גישת ההשוואה / השוק.
- גישת העלות / השווי הנכסי.
- גישת ההכנסות / הרווח.

מתודולוגיית הערכת שווי יכולה לעשות שימוש באחת מן הגישות הנ"ל, אך גם בכמה מהן.

בחירת המתודולוגיה הראויה להערכת השווי משתנה ממקרה למקרה, כאשר לכל אחת מן הגישות והמתודולוגיות השונות ייחוד משלה והיא מתאימה לטיפול בסוגי נכסים או להערכת מצבים עסקיים שונים. כמו כן, כל גישה דורשת התייחסות לפרמטרים שונים וזמינות אינפורמציות שונות ועל כן על בחירת מתודולוגיית הערכת השווי להיעשות בקפידה, תוך שימת לב הן לאופי הנכס המוערך, הן לסביבה העסקית בה הוא נמצא והן למידע הזמין לנו במועד ההערכה.

גישת ההשוואה / השוק

על פי גישה זו, שווי הנכס המוערך מבוסס על המחיר בפועל לפיו בוצעו עסקאות בתנאי שוק בנכס עצמו, או בנכסים דומים, וזאת בתנאי שעסקאות אלו בוצעו בפרק זמן סביר לפני ביצוע ההערכה ובשווקים דומים לשוק בו פועל הנכס המוערך.

בגישה זו מעריכים את הנכס על בסיס השוואה לעסקאות קניה ומכירה של פעילויות דומות. השימוש במידע בנוגע לרכישות של נכסים דומים במטרה להעריך את שווי של נכס, מבוסס על ההנחה כי הפרמטרים הרלוונטיים, הנגזרים מעסקאות ריאליות בעסקים דומים, יכולים לשמש בסיס לגזירת השווי של הנכס המוערך.

האמור לעיל מסויג בכך שהעסקה הדומה נעשתה בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון. במקרה שכך נעשה, נהוג להתייחס לשווי העסקה כאל משקפת את ערך השוק הריאלי של הנכס שהועבר. עסקאות ההשוואה אשר יהוו את מדגם ההשוואה להערכה יכולות להיות מחד מכירת נכס שלם (דוגמת עסקת מכירת חברה), ומאידך ציטוט מחיר מניה נסחרת של חברה דומה.

לאחר מציאת אותן עסקאות השוואה רלוונטיות, יש לתקן את שווי הנכסים אליהם אנו משווים לשווי הנכס המוערך על פי פרמטרים הנבחרים לפי העניין, דוגמת גובה ההכנסות, גובה הרווח, ההון העצמי או לחלופין פרמטרים תפעוליים כגון היקף תיק הלקוחות, מס' העובדים וכדומה.

לאחר מכן מוערך הנכס על בסיס השוואה בינו לבין נכסי המדגם וזאת על בסיס ההנחה שנכסים דומים מאופיינים במכפילים וביחסים פיננסיים דומים. ההשוואה נעשית על בסיס היחס המחושב בין השווי של נכס לבין הפרמטר הנבחר של ביצוע. יחס זה נקרא "מכפיל".

גישת העלות / השווי הנכסי הנקי (NAV)

בגישת העלות מעריכים את השווי הכלכלי של נכסי והתחייבויות חברה ליום ההערכה בהתאם לערכי השוק שלהם. לצורך ביצוע הערכת השווי ע"פ שיטה זו, לוקחים את יתרת הנכסים וההתחייבויות במאזן (ומחוץ למאזן) ומבצעים אומדן לערכם הכלכלי, כלומר בשונה מ"השווי בספרים", מה שמכונה הערך "הנכסי" של חברה מתייחס לערכי המימוש נטו (Exit Value) של הנכסים וההתחייבויות. ערך ההון העצמי הנגזר מסך שווי הנכסים פחות שך שווי ההתחייבויות, מבטא את שוויה הכלכלי של החברה.

בגישה זו אין משתמשים בתחזיות ושוויים עתידיים כי אם רק בנתוני הווה קיימים. למשל, אם חברה עסקית שהחלה לפעול לפני זמן קצר היא הבעלים של מכונות ייצור כלשהן, שוויה יהיה כשווי ההוגן של המכונות (שווי ההוגן הוא המחיר שבו יכולה החברה למכור את המכונות בשוק החופשי, בעסקאות של מוכר מרצון לקונה מרצון) בתוספת שאר נכסי החברה, ובניכוי התחייבויותיה.

בגישת השווי הנכסי הנקי (NAV) נהוג להשתמש בעיקר לגבי חברות בפירוק, חברות שהוקמו זה מכבר, חברות אשר כל שווין, או מרבית שווין (בעיקר חברות אחזקה וחברות נדל"ן מניב), בא לידי ביטוי בנכסי המאזן (נטולות "נכסים בלתי מוחשיים" או "מוניטין") או על מנת לקבל חסם תחתון לגבי שווי החברה.

גישת ההכנסות / הרווח

לפי גישת ההכנסות, שוויו של נכס כלכלי נגזר מתזרימי המזומנים שינבעו ממנו בעתיד. העיקרון הבסיסי המונח ביסוד ניתוח החברה לפי גישת ההכנסות הינו כי הנכס / החברה הינה "עסק חי" ופעיל (Ongoing Concern), אשר יפעל בעתיד, כך שהמטרה היא להגיע לשווי הנוכחי של תחזית זרמי המזומנים העתידיים. מתודולוגיית הערכת השווי המרכזית והמקובלת בגישת ההכנסות הינה שיטת הון תזרימי המזומנים (Discounted Cash Flows). בשיטה זו שווי הנכס הוא הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים החופשי (Free Cash Flows) המיוצר בתקופת התחזית שנקבעה (סופית או אינסופית).

גישת ההכנסות / הרווח

השלב הראשון בגישה זו היא בניית מודל של התחזית העסקית אותה רוצים לאמוד. המודל הוא מערכת של קשרים לוגיים-מתמטיים בין פרמטרים שונים אותם מעריכים כמשפיעים על התוצאות העסקיות העתידיות של הנכס נשוא הבדיקה. תוצאת המודל היא שורה של תזרימי מזומנים הנובעים מן הפרמטרים והנוסחאות השונות ששימשו כהנחות למודל.

בשלב השני, בכדי לקבוע את שווי הנכס יש לקבוע את שיעור ההיוון המתאים לניכוי תזרימי המזומנים. שיעור ההיוון מהווה את הבסיס להיוון זרמי המזומנים העתידיים ותרומתם לערכים נוכחיים. שיעור ההיוון משקף את רמת הסיכון הקיימת בפעילות. ככל שהפעילות מוערכת כמסוכנת יותר, קרי, רמת הודאות הקיימת להתגשמות תזרימי המזומנים נמוכה יותר, כך יבחר שיעור היוון גבוה יותר. ככל ששיעור ההיוון גבוה יותר, כך שווי התזרימים יהיה נמוך יותר.

לאחר שמתקבלת תוצאת היוון תזרימי המזומנים יש לבצע התאמות שונות בהתאם לכל נכס. ההתאמות כוללות הערכת שווי טרמינלי, קרי ערך תקופת הפעלה שלא נלקחה בחשבון בתזרימי המהוון (למשל תזרימים נבנה ל-5 שנים ואילו הפעילות הכלכלית צפויה להמשך זמן רב יותר), התאמות שונות בגין סעיפים מאזניים קרי, הפחתה או הוספת ערכם של התחייבויות או נכסים עודפים לפעילות, שאינם נלקחים בחשבון במודל תזרימי המזומנים (למשל, ערכם של מזומנים עודפים יתווסף לשווי ואילו הלוואה שמשמשת למימון הפעילות תגרע מהשווי).

השימוש העיקרי בגישה זו נעשה בהערכת עסקים חיים (Ongoing Concern) אשר שווים נובע מתזרימי המזומנים אשר הם צפויים להניב בעתיד, להבדיל מחברות אשר עיקר שווין נובע מהנכסים הקיימים בהן כבר כיום. ככל שהפעילות המוערכת קיימת זמן רב יותר ובידי המעריך נתונים רבים ומדויקים יותר לגבי תוצאות העבר שלה, כך יקל לבנות מודל מציאותי אמין.

גישת ההכנסות / הרווח

נתוני הנכס המוערך אינם היחידים החשובים. רצוי למדוד פרמטרים כגון רווחיות צפויה, סיכון ומחיר הון על-בסיס ענף שלם, ולא על-בסיס הנכס המוערך בלבד ולכן יש צורך בנתונים ובהערכות מדויקות ככל האפשר לגבי הסביבה העסקית בה נערכת הפעילות, קרי, נתונים וההערכות בנושאי רגולציה, מתחרים קיימים ומתחרים פוטנציאליים, ספקים לקוחות וכיו"ב. ככל שהנתונים וההערכות מדויקות יותר, כך איכותה של ההערכה תהיה גבוהה יותר ולהפך, ככל שהנתונים וההערכות שבבסיס המודל רחוקות מן המציאות, כך איכותה של הערכת השווי יורדת.

שיעור ההיוון

שיעור ההיוון בו נהוון את תזרימי המזומנים העתידיים הוא על פי רוב ה-WACC, שהינו שיעור התשואה המשוקלל הנדרש על-ידי בעלי המניות.

$$WACC = K_d * (1-T) * (\%d) + K_e * (\%e)$$

כאשר:

= WACC	שיעור התשואה הנדרשת המשוקללת על נכסי החברה;
= K _d	שיעור התשואה הנדרשת על החוב;
= d%	שיעור החוב מסך הנכסים;
= K _e	שיעור התשואה הנדרשת על ההון העצמי;
= e%	שיעור ההון העצמי מסך הנכסים;
= T	שיעור המס של החברה המוערכת;

התשואה הנדרשת על החוב תיגזר על פי רוב ממחיר החוב בפועל של החברה, ומחיר החוב הנורמטיבי עבור חברה מהאופי של החברה המוערכת (ממדגם חברות או מאגר מידע).

שיעור החוב מהנכסים יגזר על פי רוב משיעור המינוף בפועל של החברה, ושיעור המינוף הנורמטיבי עבור חברה מהאופי של החברה המוערכת (ממדגם חברות או מאגר מידע).

שיעור ההיוון

שיעור התשואה הנדרשת על ההון העצמי נקבע בהתאם למודל ה-Capital Asset Pricing Model (CAPM). מודל ה-CAPM מניח כי המשקיע הממוצע מחזיק את תיק השוק ולכן חשוף לסיכונים השוק ומכאן שמדידת הסיכון של נכס בודד היא ביחס לסיכון תיק השוק. על-פי מודל זה שיעור התשואה על ההון העצמי נגזר מריבית חסרת סיכון ליום הרכישה בתוספת פרמיית סיכון שוק המוכפלת ברמת הסיכון של החברה ביחס לסטיית התקן של תיק השוק (β).

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

כאשר:

= R _f	ריבית חסרת סיכון;
= β	רמת המתאם בין תשואת ההשקעה עם תשואת תיק השוק;
= R _m -R _f	פרמיית הסיכון של נכסים מסוכנים על פני ריבית חסרת סיכון;

בטא של נכס תיגזר על פי רוב מחישוב הבטא בפועל של מניית החברה המוערכת, ממדגם חברות נסחרות דומות לחברה המוערכת, או ממאגר מידע. ראשית תיגזר הבטא הממונפת למניית החברות הנבחנות, ואז יבוצע להן מינוף מחדש על מנת להגיע לבטא המתאימה לחברה המוערכת.

לעיתים, מקובל להוסיף למחיר ההון של העסק פרמיות נוספות בגין סיכונים שאינם "נתפשים" על-ידי ה-CAPM, כגון:

- פרמיה לחברות קטנות (small-size premium)
- פרמיה לסיכון מדינה (country risk premium)
- פרמיות לסיכונים אחרים

פרק 3

הערכת שווי

הערכת שווי

כללי

הכנסות החברה ביתר שנות התחזית, נאמדו בהתאם להערכת הנהלת החברה, בהנחה כי פעילות החברה תתייבב מעט לאחר התאוששות מהשפעות המשבר, אך לא תצליח לחזור להיקף פעילות מלא (בדומה לשנת 2019), זאת בעיקר משחיקת שירותי תחלופת הנופש, המהווה את עיקר פעילות החברה. במסגרת פעילות זו, החברה מקנה זכות לבעלי יחידות נופש מלונאי ברחבי העולם להפקיד את זכותם שהינה בד"כ הזכות לנופש של שבוע בשנה, במאגר הממוחשב של רשת RCI העולמית ולהצטרף לתוכנית התחלופה של רשת RCI העולמית. עבור כל תחלופת נופש המאושרת לחבר RCI ישראל, משלם החבר עמלה ל-RCI ישראל. בהתאם לכך, הכנסות החברה מתבססות בעיקרן על דמי חבר שנתיים אשר משולמים למספר שנים מראש.

כפי שנמסר מהנהלת החברה, לאור אי חידוש דמי החבר של בעלי יחידות הנופש, חלה בשנים האחרונות ירידה מהותית בחברי RCI ישראל, אובדן של כ-1,000 חברים בשנה, החברה צופה כי פעילות זו תלך ותצטמצם לאורך שנות התחזית. בהתאם לכך, החברה צופה כי הפעילות תתייבב באופן חלקי, כך שגובה הכנסות בטווח הארוך צפוי להיות נמוך מהממוצע בשנים האחרונות ועל כן, החל משנה השנייה לתחזית (2022) שיעורי הצמיחה הולכים ודועכים. כמו כן, במהלך 2020 חלה שחיקה בשער הדולר, מכ-3.456 ליום 31.12.2019 עד לכ-3.21 נכון למועד הערכת השווי, קרי 31.12.2020. שחיקה זו פוגעת אף היא בהכנסות החברה.

נציין כי לאור נקיטת גישה שמרנית כאמור, שיעורי הצמיחה בהכנסות החברה אשר הנחנו לאורך שנות התחזית הינם גבוהים יותר מהערכות הנהלת החברה. כמו כן, הנחנו כי הצמיחה בטווח הארוך תעמוד על 1.5%, על אף השחיקה ואי חידוש דמי החבר (בהתאם להערכות החברה).

להלן תחזית הכנסות כפי שנאמדו בהערכת השווי:

אלפי ₪	FY2020	FY2019	Year1	Year2	Year3	Year4
הכנסות ממתן שירותים	3,730	7,686	4,849	5,576	6,134	6,441
שינוי בהכנסות	-51.5%		30.0%	15.0%	10.0%	5.0%

הערכת השווי בוצעה על-פי גישת ההכנסות, במתודולוגיית תזרים היוון תזרים המזומנים העתידי של הפעילות (DCF). תזרים המזומנים הוון לפי שיעור היוון ההולם את פעילות החברה ובהנחת שיעור גידול פרמננטי של 1.5%. כמו כן, תחזית תזרים המזומנים נאמדה בהתאם להנחות הנהלת החברה, כאשר בעיקרן עומדת השפעת נגיף הקורונה על הפעילות בשנת 2020. בשנים שלאחר מכן, הנהלת החברה צופה התאוששות אך מעריכה כי הפעילות לא תצליח להתייבב במלואה, כפי שהייתה טרם חדירת הנגיף. תחזית הצמיחה החל משנת 2021 הינה למרות הדעיכה הרציפה בהכנסות החברה וכן למרות השהיית הפיתוח של מערכת השייווק החדשה, כמתואר מטה. לשווי התפעולי התווספו נכסים עודפים, נטו ונגזר שווי ההון העצמי של החברה.

לאחר קבלת שווי החברה בוצע תחשיב נוסף המבטא את שווי החברה בהיותן של המניות לא סחירות, קרי דיסקאונט סחירות. נציין שלא כללנו בעבודה זו דיסקאונט מיעוט (אשר עשוי להגיע בין כ-10%-20%, להערכתנו).

הנתונים שהתקבלו מבוססים על הדוחות הכספיים לשנים 2018-2019 וכן למחצית הראשונה של 2020, תוצאות פעילות החברה לשנת 2020, כפי שהתקבלו מהנהלת החברה וכן תחזית החברה לארבע השנים הבאות. כמו כן, הערכת השווי ליום 31 בדצמבר, 2020 מתבססת על מידע שהתקבל מהנהלת החברה בגין ההשפעות הצפויות של נגיף הקורונה על תוצאות פעילות החברה והשינויים שחלו לאור זאת מתוצאות הדוחות הכספיים ליום 30.6.2020 ועד למועד הערכת השווי.

הכנסות

כאמור, במסגרת פעילות התיירות עוסקת החברה במתן שירותי תחלופת יחידות נופש בארץ ובעולם ובמתן שירותי סוכנות נסיעות.

הנהלת RCI בחנה את ההשפעות הצפויות של נגיף הקורונה על פעילות החברה, לאור הקטנת הפעילות המתבססת בעיקר על תחלופות יחידות נופש בחו"ל ועל ההגבלות שהוטלו על תנועת תיירים בעולם ובישראל. על פי תוצאות שנת 2020, ניתן לראות ירידה של כ-52% בהכנסות החברה ממתן שירותי תחלופות יחידות נופש ומשירותי סוכנות נסיעות. הנהלת החברה, בהתבסס על מידע שנמסר לנו מהנהלת RCI, צופה כי החל משנת 2021 פעילות החברה תחל להתאושש מהשפעות נגיף הקורונה, זאת על אף דעיכת ההכנסות בשלוש השנים האחרונות. בהתאם לכך, השנה הראשונה של התחזית (2021) מגלמת צמיחה בהכנסות של כ-30%, שיעור הגבוה מהערכות הנהלת החברה לשנה זו, זאת לאור נקיטת גישה שמרנית מצידנו.

הערכת שווי

הוצאות מכירה ושיווק

הוצאות מכירה ושיווק נקבעו על-פי שיעור הוצאות אלו מהכנסות המתבסס הן על שיעור הוצאות מכירה ושיווק מההכנסות בשנתיים האחרונות והן על תחזיות החברה. תחזיות החברה נאמדו על ידי ההנהלה בהתאם לצמצום שיעורן מההכנסות בשנת 2020, ביחס לשנת 2019, ולצפי המשך צמצום ההוצאות ב-2021, זאת בעקבות השהיית הפיתוח של מערכת השיווק החדשה. כפי שנמסר מהנהלת החברה, החברה עבדה בעבר על פיתוח מערכת שיווק חדשה אשר הייתה צפויה להגדיל את מספר לקוחותיה. נכון למועד הערכת השווי, פיתוח המערכת הופסק ואין צפי לחדשו.

כמו כן, כפי שנמסר מהנהלת החברה, הירידה בהוצאות מכירה ושיווק ב-2020 נובעת גם מקיטון בהוצאות שכר עובדים, זאת לאור השפעות משבר נגיף הקורונה.

בהתאם לכך, הנחנו בהתאם לגישה שמרנית כי שיעור הוצאות אלו מההכנסות בשנת 2020 יעמוד על כ-60% ויצטמצם ביתר שנות התחזית לכ-55%, זאת לעומת הערכות החברה העומדות על טווח של 65%-61% מההכנסות לאורך שנות התחזית.

נציין כי תחזיות החברה הינן תפעוליות וכוללות הוצאות שכר דירה, בנטרול השפעת IFRS16.

להלן תחזית הוצאות מכירה ושיווק כפי שנאמדו בהערכת השווי:

אלפי ₪	FY2018	FY2019	FY2020	Year1	Year2	Year3	Year4
מכירה ושיווק	(4,484)	(4,688)	(2,591)	(2,909)	(3,234)	(3,435)	(3,542)
% מהכנסות	52.9%	61.0%	69.5%	60.0%	58.0%	56.0%	55.0%

הוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות הנהלה וכלליות נאמדו גם הן על פי שיעורן מההכנסות, בהתבסס הן על שיעור הוצאות הנהלה מההכנסות בשנתיים האחרונות והן על תחזיות החברה. בדומה להוצאות השיווק, גם בהוצאות הנהלה חל קיטון בשנת 2020, לעומת הוצאות אלו בשנת 2019. צמצום זה נובע בעיקרו, כפי שנמסר מהנהלת החברה, מקיטון בהוצאות שכר עבודה והוצאות שכר דירה, זאת לאור השפעות משבר נגיף הקורונה (בדומה למוסבר בביאור הוצאות השיווק). עם זאת, לאור צמצום משמעותי בפעילות החברה, שיעור הוצאות הנהלה מההכנסות בתקופה זו גבוה מהממוצע בשנתיים האחרונות והגיע עד לכדי 51%. לאור צפי התאוששות וצמיחה החל משנת 2021, הנחנו כי שיעור הוצאות הנהלה מההכנסות בשנה הראשונה לתחזית יקטן לכ-43% וביתר שנות התחזית ידעך לכ-41%, מאחר ועיקר ההוצאות מיוחסות לשכר ודמי ניהול שלא צפויים לעלות מהותית.

נציין כי אומדן זה הינו שמרני ביחס להנחות החברה, על פיהן שיעור הוצאות הנהלה הממוצע לאורך שנות התחזית הינו 44%.

כמו כן, תחזיות החברה הינן תפעוליות וכוללות הוצאות שכר דירה, בנטרול השפעת IFRS16.

להלן תחזית הוצאות הנהלה וכלליות כפי שנאמדו בהערכת השווי:

אלפי ₪	FY2018	FY2019	FY2020	Year1	Year2	Year3	Year4
הוצאות הנהלה	(3,593)	(2,746)	(1,899)	(2,085)	(2,342)	(2,515)	(2,641)
% מהכנסות	42.4%	35.7%	50.9%	43.0%	42.0%	41.0%	41.0%

נבקש להדגיש כי תחזית הנהלה וכלליות במסגרת הערכת השווי לא מביאה בחשבון צמצום אפשרי וחזוי של הוצאות הנהלה וכלליות הנובע מצמצום עלויות רגולציה (לרבות: עלויות דירקטורים, דיווח כספי הנדרש מחברה ציבורית) ככל ותהליך הצעת הרכש יושלם, שכן הערכת השווי מתייחסת לשווי החברה ובפרט לשווי המניות של הציבור, קודם להשלמת הצעת הרכש.

החזר הוצאות פחת והשקעות ברכוש קבוע

לצרכי חישוב תזרים המזומנים, נוכח הוצאות הפחת ונוספו השקעות ברכוש קבוע. הערכת השווי מתבססת על ההנחה כי שיעור הפחת (בנטרול IFRS16) ושיעור ההשקעות מתוך ההכנסות לאורך חיי התחזית יתכנסו ויעמדו על 1% מההכנסות, זאת בהתבסס הן על השיעור הממוצע בשנתיים האחרונות והן על הערכות הנהלת החברה.

שינוי בהון חוזר

לצורך הערכת השווי, הונח כי שיעור ההון החוזר מההכנסות בשנה הראשונה לתחזית יישאר דומה לממוצע שיעורו בשנים 2017-2020, קרי כ-80%. הגידול בשיעור ההון החוזר מההכנסות ב-2020 נובע מצמצום הפעילות, במקביל לדרישות הון חוזר הנוגעות יציבות, כתוצאה מהכנסות מראש גבוהות בגין מקדמות מדמי חבר וכן, הוצאות מראש בגין התחייבות לתמלוגים מתוקף הסכם הזיכיון עם RCI אירופה, כמתואר בניתוח הדוחות הכספיים. עם זאת, אנו צופים כי שיעור ההון החוזר בטווח הארוך יתכנס לכיוון שיעור ההון החוזר של החברה מההכנסות בשנים 2017-2019, ועל כן אומדן שיעור ההון החוזר הולך ודועך לאורך שנות התחזית עד לכ-65%.

SPC	10.91%	פרמיית סיכון חברה קטנה (Based on Duff & Phelps 10z Deciles-31.12.2019)
Ke	15.0%	

הערכת שווי

בהתאם לכך, לחברה הון חוזר שלילי בסך של כ-5.1 מיליון ₪ נכון ליום 31 בדצמבר, 2020 כדלקמן:

אלפי ₪	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
לקוחות	3,528	3,747	3,615	74
חייבים ויתרות חובה	1,179	1,247	657	735
יתרות חובה לזמן ארוך	1,187	1,086	1,212	1,127
ספקים ונותני שירותים	(2,633)	(3,051)	(3,212)	(338)
הכנסות מראש (זמן קצר וארוך)	(7,101)	(6,344)	(5,453)	(5,311)
זכאים ויתרות זכות	(1,442)	(1,605)	(1,626)	(1,364)
סה"כ הון חוזר, נטו	(5,282)	(4,920)	(4,807)	(5,077)
שיעור מהמכירות	-61.2%	-58.1%	-62.5%	-136.1%

שיעור הון (WACC)

כאמור, שיעור ההיוון מחושב לפי מודל ה-WACC, שהינו שיעור התשואה המשוקלל הנדרש על-ידי בעלי המניות, כמפורט בפרק המתודולוגיה.

לאור גודל החברה, הענף בו החברה פועלת ומצבה העסקי, שיעור ההיוון מתבסס על מחיר ההון העצמי בלבד (Ke).

להלן הפרמטרים שנלקחו לצורך אמידת שיעור היוון של תזרימי המזומנים של החברה:

סימון	ערך	מקור
Rf	-0.23%	תשואת אג"ח ממשלת ישראל צמודת מדד ל-15 שנה, לפי נתוני מרווח הוגן ליום 31.12.2020
Rm-Rf	6.26%	פרמיית סיכון של השוק הישראלי - דמודראן יולי 2020
β_L	0.64	בטא לא ממונפת של ענף Hotel בהתאם לפרופסור דמודראן ינואר, 2020

להלן תחזית תזרימי המזומנים בשנות התחזית (באלפי ₪):

אלפי ₪	FY2020	Year1	Year2	Year3	Year4	TY
הכנסות ממתן שירותים	3,730	4,849	5,576	6,134	6,441	6,537
שינוי בהכנסות	-51.5%	30.0%	15.0%	10.0%	5.0%	1.5%
הוצאות מכירה ושיווק	(2,591)	(2,909)	(3,179)	(3,435)	(3,542)	(3,596)
שיעור מהכנסות	69.5%	60.0%	57.0%	56.0%	55.0%	55.0%
הוצאות הנהלה וכלליות	(1,899)	(2,085)	(2,342)	(2,515)	(2,641)	(2,680)
שיעור מהכנסות	50.9%	43.0%	42.0%	41.0%	41.0%	41.0%
רווח מפעולות רגילות	(760)	(145)	56	184	258	261
שיעור מהכנסות	-20.4%	-3.0%	1.0%	3.0%	4.0%	4.0%
הוצאות מיסים	-	-	-	(22)	(59)	(60)
החזר הוצאות פחת	48	56	61	64	65	65
השקעות ברכוש קבוע	(48)	(56)	(61)	(64)	(65)	(65)
שינוי בהון חוזר	(1,223)	49	84	199	63	63
תזרימי חופשי	(1,368)	105	246	398	264	264
זמן להיוון	0.5	1.5	2.5	3.5	3.5	3.5
תזרימי מהון	(1,276)	85	173	244	981	981

שווי פעילות החברה ליום 31.12.2020 על-פי היוון תזרימי המזומנים הינו כדלקמן:

אלפי ₪	31.12.2020
תזרימי בשנות התחזית	(773)
ערך טרמינלי	981
סה"כ שווי פעילות ליום 31.12.2020	208

מכאן כי שווי הפעילות ליום 31.12.2020 הינו בסך של כ-208 אלפי ₪.

הערכת השווי

על מנת להעריך את שווי החברה יש לבצע התאמות לשווי הפעילות כדלקמן:

אלפי ₪	31.12.2020	ביאורים
שווי פעילות	208	
נכסים עודפים	4,335	1
שווי לבעלי מניות	4,543	

לפיכך, שווי החברה לבעלי המניות ליום 31 בדצמבר 2020, לפני דיסקאונט אי-סחירות כמסר מטה, הינו כ- 4.5 מיליון ₪.

ביאור 1:

להלן פירוט הנכסים העודפים, נטו של החברה ליום 31.12.2020:

אלפי ₪	31.12.2020
מזומן עודף מעבר לחוב התפעולי (ראה הערה 1)	3,961
פיקדון	100
השקעה בעסקאות משותפות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני (ראה הערה 2)	1,536
חשיפת מס בגין שותפות דשקד ארה"ב (ראה הערה 3)	(965)
הלוואות מצדדים קשורים ואחרים (ראה הערה 4)	-
התחייבות בגין הטבות לעובדים, נטו	(298)
סה"כ נכסים עודפים, נטו	4,335

הערה 1: כפי שנמסר מהנהלת החברה, המזומן העודף מתייחס למזומן שמעל החוב התפעולי, נטו. החוב התפעולי הינו בגין הכנסות מראש בנטו, המתייחסים לדמי חבר שהתקבלו מראש לטווח ארוך בגין חברות ברשת RCI העולמית, בניכוי תמלוגים ששולמו ל- RCI אירופה, על פי הסכם הרישיון עימם, כאמור לעיל.

בהתאם לכך, מזומנים תפעוליים אלו אשר הינם חלק מקופת המזומנים של החברה, מהווים מזומנים לא פנויים בגין דמי חבר שניתנו מראש, קרי התחייבות עודפת של החברה (החברה נדרשת לתת שירותי תחלופת נופש בגינם).

הערה 2:

ההשקעה בכלולה מורכבת מהשקעה בשותפות USA INVESTORS LLC אשר עיקרה הלוואה שנתנה השותפות לאזרח פרטי בארה"ב.

כפי שנמסר מהנהלת החברה, ביום 28 לדצמבר 2017 נחתם הסכם מפורט (להלן: "ההסכם"), בין שותפות USA INVESTORS LLC (להלן: "שותפות USA"), אשר החברה

שותפה בה ב-22%, לבין ווטברידג', זאת על בסיס מכתב כוונות והתחייבות מיום 17 לספטמבר 2017 מאת ווטברידג' לשותפות USA. על פי ההסכם, שותפות USA תקבל מוטברידג' את כספי ההשקעה אשר נועדו למימון רכישת קרקעות בתחום העיר ניו יורק, בחברה משותפת, שהינה תאגיד זר שהתאגד בארה"ב. סך ההשבה של סכום ההשקעה יעמוד על סכום של 5,000,000 דולר ארה"ב ויוחזר לשותפות USA בסכומים במועדים שונים כפי שנקבע בהסכם.

לצורך הדוחות הכספיים של 2017 התקשרה שותפות USA עם מעריך שווי לצורך אמידת ריבית הסיכון של אותו לווה. בעבודה אשר נמסרה לשותפות ובנוסף גם לחברה העריך מעריך השווי את ריבית הסיכון של הלווה בכ- 15.08% וזאת בין היתר לאור העבדה כי מדובר בלווה יחיד ואשר ההלוואה לא ניתנה עם בטחונות כלל. עד ליום 1.1.2020 הלווה עמד בלוח הסילוקין של ההלוואה.

במהלך חודש מאי 2020 נחתם תיקון להסכם בין שותפות USA ובין ווטברידג' לפיו, יתרת התשלום הרבעוני בסך 200 אלפי דולר שמועד פרעונו המקורי נקבע ליום 31 במרץ 2020, ונדחה בהסכמה ליום 15 במאי 2020, נדחה שוב ליום 30 ביוני 2020 ויישא ריבית בשיעור של 4% שנתי החל מיום 15 במאי ועד ליום 30 ביוני 2020, במידה והתשלום לא ייפרע במלואו עד ליום 30 ביוני 2020 כי אז יתרת התשלום תישא ריבית בשיעור של 14% שנתי עד לפירעון סופי של הסכומים שלא נפרעו בגין התשלום ביום 30 ביוני 2020, בנוסף, התשלום הרבעוני בסך של 232 אלפי דולר שאמור להיות משולם ביום 30 ביוני 2020 נדחה ליום 15 בספטמבר 2020 ויישא ריבית של 4% שנתי מיום 30 ביוני ועד ליום 15 בספטמבר 2020, במידה והתשלום לא ייפרע במלואו עד ליום 15 בספטמבר 2020 כי אז יתרת התשלום תישא ריבית בשיעור של 14% שנתי עד לפירעון סופי של הסכומים שלא נפרעו בגין התשלום הספציפי.

לאור העובדה שהלווה לא הצליח לעמוד בכלל התשלומים במהלך שנת 2020, ביום 31.12.2020 נחתם תיקון נוסף להסכם לפיו התשלומים שהיו אמורים להתבצע ב- 30.6.2020, 30.9.2020 וחלק מתשלום שהיה אמור להתבצע ביום 31/12/2020, נדחו ליום 31.3.2023 **וזאת בשל קשיים בתזרים של הלווה**. התשלומים שנדחו יישאו ריבית של 4% עד לפירעון המוחלט שלהם.

להערכת הנהלת החברה, מצבו התזרימי של הלווה כפי שעולה מהשיחות שהתקיימו איתו הורע משמעותית לעומת מצבו ביום חתימת ההסכם המקורי, קרי 27/12/2017.

בהתאם לכך, על מנת להעמיד את הלוואה זו על שוויה הכלכלי למועד הערכת השווי, פרסנו את יתרת התשלומים, לרבות התשלומים אשר נדחו משנת 2020 ל-31.3.2023 ונושאים ריבית של 4%, בהתאם לתיקון ההסכם שנחתם ביום 31.12.2020, והיוונו אותם למועד הערכת השווי, 31.12.2020.

הערכת השווי

שיעור ההיוון אשר שימש אותנו לצורך היוון פריסת תשלומי ההלוואה הינו שיעור הריבית המקורי שנקבע ע"י מעריך השווי איתו התקשרה החברה, קרי 15.08%, זאת מטעמי שמרנות ובהתאם למידע שנמסר מהנהלת החברה כי אין ציטוט ריבית מעודכן יותר. **ראה תחשיב בנספח א'.**

הערה 3: כפי שנמסר לנו מהנהלת החברה, החברה חשופה לתשלומי מס בגובה של כ-300 אלפי דולר בגין כספים היושבים בשותפות האמריקאית דשקד, זאת ככל והיא תמשיך את הכספים משותפות זו לישראל. על כן, מדובר בהתחייבות פיננסית עודפת, לא בדקנו חשיפה זו, והנחנו כי היקף החשיפה וסבירותה גבוהים.

הערה 4: כמתואר בפרק 1, הלוואה זו שייכת לחברת דשקד מול בעל השליטה לשעבר. להלוואה זו לא נקבע מועד פירעון וכן לחברה אין את המקורות לפרוע הלוואה זו. כמו כן, מהנהלת החברה נמסר כי לא קיימות בטוחות שניתנו על-ידי החברה (או/ו על-ידי חברות מאוחדות) בגין הלוואה זו, ומדובר ברישום חשבונאי בלבד. על כן, הלוואה זו (לרבות המזומנים הקיימים בדשקד) לא נלקחה בחשבון במסגרת הנכסים העודפים, נטו של החברה.

להלן ניתוח רגישות לשווי הפעילות לפי שיעור הצמיחה בהכנסות בשנה הראשונה לתחזית ולפי שיעור ההיוון (Ke):

שיעור היוון						שיעור צמיחה בהכנסות- Year1
17.0%	16.0%	15.0%	14.0%	13.0%		
(326)	(254)	(172)	(79)	28	20.0%	
(144)	(68)	18	116	228	25.0%	
38	118	208	311	428	30.0%	
220	304	398	506	629	35.0%	
402	489	588	700	829	40.0%	

להלן ניתוח רגישות לשווי בעלי המניות לפי שיעור הצמיחה בהכנסות בשנה הראשונה לתחזית ולפי שיעור ההיוון (Ke):

שיעור היוון						שיעור צמיחה בהכנסות- Year1
17.0%	16.0%	15.0%	14.0%	13.0%		
4,009	4,081	4,163	4,256	4,363	20.0%	
4,191	4,267	4,353	4,451	4,563	25.0%	
4,373	4,452	4,543	4,645	4,763	30.0%	
4,555	4,638	4,733	4,840	4,963	35.0%	
4,736	4,824	4,923	5,035	5,163	40.0%	

הערכת שווי

לאור העובדה כי מניות החברה אינן סחירות וכי במועד מימושן עשוי משקיע להביא בחשבון את הקושי בדבר המרת המניות למזומן, ראינו לנכון לכלול דיסקאונט נזילות המקובל בפרקטיקה (DLOM) במצבי קצה – בדומה ל"יחודיות המקרה הנדון" כפי שיתואר להלן.

כאמור, הערכת השווי יועדה לצורך עסקת רכישת המניות מהציבור בדרך של הצעת רכש, ולכן הערכת השווי מתייחסת לשווי החברה (דהיינו – הערכת מחיר הרכישה של המניות) ולא של פעילות החברה. הערכת השווי התבצעה על בסיס גישת DCF שלאחריה בוצעו התאמות שווי ליתרות נכסים פיננסיים נטו, שלאחריהן נגזר שווי החברה לצורך רכישת מניות מבעלי המניות בדרך של הצעת רכש.

כמו-כן, הערכת שווי הפעילות אשר שימשה בסיס להערכת שווי החברה, לא כללה הפחתה בגין אי סחירות ולכן ההתאמה בוצעה לאחר מכן (בשלב הב השני על רכיב ההון), לצורך קבלת מחיר המניה.

במהות, רכיב זה נהוג להסביר ביכולת (או מגבלות היכולת, במקרה של דיסקאונט) להמיר זכות בעלות בעסק (בכל רמת בעלות שלא תהיה) למזומן, במהירות, במינימום עלויות עסקה ועלויות אדמיניסטרטיביות ועם רמה גבוהה של ודאות בנוגע למימוש הסכום הצפוי של התמורה, נטו.

לראייתנו, כפי שיפורט להלן, המקרה הנוכחי – שונה מהערכות שווי רגילות (לרבות הערכת שווי של חברות פרטיות בהן יש בעלי מניות ספורים ורשומים שמחזיקים בשיעורי אחזקה מהותיים ושווי האחזקות מהותי, אשר איתורם ורכישת האחזקות מהם הוא תהליך קל יותר ועלויות הנלוות לרכישת אחזקות זניחות יותר ביחס לשיעור ושווי האחזקה: לרבות עלויות איתור משקיעים, עמלת תיווך, עלויות משפטיות, עלויות בדיקת נאותות וכיוצ"ב, או בחברות ציבוריות בהן קיימת סחירות במניה, כמו-גם במצבים בו קיים מנגנון Tag or Drag along וכן תהליך סדור של רכישת מניות של אחד הצדדים כמו מנגנון PUT/CALL), שבהן בדרך כלל, לא נוקטים לכלול דיסקאונט נזילות, מהסיבות האמורות לעיל ולהלן.

במקרה דנן, בשל "יחודיות החברה – חברה ציבורית, דהיינו – פיזור גדול של בעלי מניות ששיעור החזקות של כל אחד מהם אינו גדול, מחד, ומאידך – העדר סחירות ושווי נמוך מאוד למחזיק (אשר בשך כר עלויות העסקה המיוחסות למחזיק שהוצגו לעיל גבוהות באופן קיצוני ביחס לשווי האחזקות) בחרנו שכן לכלול דיסקאונט זה.

נדגיש שלדעתנו, העדר הסחירות נובע, בעיקר, מהעובדה של פיזור רחב של בעלי מניות ושווי המניות שלהם הנגזרות מהערכת השווי (לפני הדיסקאונט) אשר הינו זניח ולפיכך

היכולת של בעלי מניות מקרב הציבור ל"היפגש" עם כסף בעסקת שוק (תוך מציאת משתתף שוק רלוונטי, בעלויות מינימאליות ובמהירות) הוא מוגבל מאוד. כאמור, להבנתנו ועל פי ניסיונו, מדובר בשילוב נסיבות קיצוני ונדיר, שהינו מקרה פרטי שלא ניתן להקיש ממנו לכלל המקרים.

כלומר, משקיע המחזיק במניות של גול פרטנרס ה"פרטית" (או לענייננו – מדווחת אך מניותיה אינן סחירות). בשווי של 5,000 ₪ (או אפילו 40,000 ₪ לדוגמא, שיעור שמהווה כ-1% מההון המונפק והנפרע של החברה), יתקשה לאתר משקיע, צד ג' לחברה, שירכוש את המניות ב – "מחיר שוק", ועל-מנת ל"היפטר מהנייר" הלא סחיר, בסכום זניח זה.

אותו משקיע יידרש לאתר משקיע שיסכים לרכוש את מניותיו, זהו, לדעתנו, מאמץ בלתי סביר או לכל הפחות מחייב משאבים שלהם משמעות כספית הן מבחינת עלות תהליך המכירה והן מבחינת התמחור, ומכאן נובע דיסקאונט. בנוסף, גם אם אותו מחזיק, יבקש שלא למכור את אחזקותיו במחיר מופחת, הוא יאלץ להמתין פרק זמן משמעותי ו"לקוות" שמשקיע חלופי יאותר (המתנה זו מהווה שלעצמה בנפרד ויחד עם עלויות העסקה הגבוהות מאוד באופן יחסי לשווי האחזקה לאותה הפחתה על ה"שווי השוק").

לדעתנו, בעל מניות מסוג זה מודע למגבלה הקיימת עליו ומהעובדה שניירות החברה חדלו מלהיסחר, ולפיכך הוא יהיה מוכן להפחית מהשווי הרגיל הנאיבי שלהם – על מנת לחסוך משאבי איתור וזמן. מנגד, ניתן לומר כי גם רוכש פוטנציאלי ככל ויסכים לקנות, יביא בחשבון את המגבלה העתידית שתהיה לו על נזילות זו במניות אלו, ככל ויבחן רכישה של מניות אלו.

סיכום

להלן סך שווי החברה לבעלי המניות, בהתחשב בדיסקאונט סחירות, נכון ליום 31.12.2020 באלפי ₪:

אלפי ₪	31.12.2020
שווי לפני דיסקאונט	4,543
DLOM (Discounts for Lack of Marketability)	16.8%
שווי לבעלי המניות לאחר דיסקאונט	3,778

יוצא אפוא כי שווי החברה לבעלי המניות ליום 31 בדצמבר 2020, בהינתן דיסקאונט אי-סחירות, הינו כ- 3.8 מיליון ₪.

נציין כי לא הבאנו בהערכת השווי דיסקאונט נוסף המקובל בפרקטיקה הנובע מהיותן של המניות אשר עשויות להירכש מניות מיעוט. דיסקאונט מיעוט המקובל בפרקטיקה עשוי להגיע לטווח שבין 10%-20%, להערכתנו.

להלן ניתוח רגישות לשווי לבעלי המניות לאחר הדיסקאונט, לפי סטיית התקן ולפי משך זמן החסימה (בשנים):

סטיית תקן						תקופת החסימה בשנים
36.7%	35.7%	34.7%	33.7%	32.7%	3	
3,904	3,920	3,936	3,953	3,969	4	
3,815	3,833	3,851	3,869	3,887	5	
3,740	3,759	3,778	3,798	3,818	6	
3,675	3,695	3,715	3,736	3,757	7	
3,618	3,639	3,660	3,681	3,703		

לצורך חישוב ה-DLOM, השתמשנו בגישת Finnerty על מנת לחשב את הדיסקאונט שיש להפעיל על מניה עקב היותה חסומה למסחר במשך זמן קצוב, שהיא הגישה המקובלת ביותר לחישוב דיסקאונט אי-סחירות.

חישוב ה-DLOM בוצע על-פי הנוסחה הבאה:

$$DLOM = \left[N \left(\frac{v\sqrt{T}}{2} \right) - N \left(-\frac{v\sqrt{T}}{2} \right) \right]$$

כאשר:

$$v\sqrt{T} = \sqrt{\sigma^2 T + \ln[2(e^{T\sigma^2} - \sigma^2 T - 1)] - 2\ln(e^{T\sigma^2} - 1)}$$

T = משך זמן החסימה

σ = סטיית תקן

משך הזמן (T) הוערך על-ידינו כ- 5 שנים, המשקפים להערכתנו את משך הזמן בהן מניות החברה תהינה לא סחירות ("חסומות") קרי, לפני שבעלי המניות יוכלו לממש את המניות שבידיהם. אין לנו ודאות לגבי משך זמן זה בפועל ולכן אנו לוקחים בחשבון תקופה ארוכה המבטאת כ- 5 שנים.

סטיית התקן שנלקחה בחשבון לצורך החישוב היא 34.7% שהיא סטיית התקן המקובלת בענף Hotel, על פי פרופסור דמודראן (ינואר, 2020).

פרק 4 נספחים

נספח א' – תחשיב שווי כלכלי בגין הסכם חדש להלוואה בשותפות USA

ב-\$	31/12/2020	31/03/2021	30/06/2021	30/09/2021	31/12/2021	31/03/2022	30/06/2022	30/09/2022	31/12/2022	31/03/2023
תשלומי קרן	100,000	100,000	364,000	232,000	232,000	232,000	232,000	232,000	232,000	596,000
תשלומי ריבית	11,479	-	-	-	-	-	-	-	-	53,640
סה"כ	111,479	100,000	364,000	232,000	232,000	232,000	232,000	232,000	232,000	649,640
שיעור היות	15.08%	15.08%	15.08%	15.08%	15.08%	15.08%	15.08%	15.08%	15.08%	15.08%
תקופה להיוון	0.00	0.25	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25
תשלומים מהוונים	111,479	96,595	339,506	208,861	201,595	194,731	188,029	181,488	175,174	473,817

31/12/2020

שווי דולרי	2,171,274
חלק החברה	22%
שער הדולר 31.12.2020	3.215
סה"כ שווי הלוואה ב-ש	1,535,742



שגיא בן סימון



יניב אבדי



צח קסוטו

שותפים

- ✓ Beta Finance הוקמה על ידי שלושה שותפים בעלי ניסיון עשיר ואיכותי בפרויקטים בחזית עולם העסקים הישראלי. הכוח הניהולי הנ"ל נותן מענה לצרכים רחבים של לקוחותינו בתחומי הייעוץ והניהול.
- ✓ לשותפים רשת קשרים ענפה בעולם העסקים ובעולם הייעוץ, היוצרת נגישות לידע אינסופי בכל התחומים.
- ✓ Beta Finance מושתתת על צוות יועצים פיננסיים מהמובילים בישראל בענפי המימון, כלכלה, רגולציה וייעוץ ניהולי. ניסיוננו בשווקים המקומיים והבינלאומיים הינו גורם מפתח בהצלחתם של לקוחותינו. היצירתיות העסקית והפיננסית המאפיינת את Beta Finance בשילוב הדגש המיוחד לצרכי הלקוח, מובילים את שותפי החברה לקחת חלק בלתי נפרד מקבלת ההחלטות בקרב רבים מלקוחותינו.
- ✓ צוות החברה מלווה מזה שנים, מגוון רחב של גופים פרטיים, מוסדות ציבוריים ופיננסיים, משרדי ממשלה, קרנות ועוד.
- ✓ אנו שותפי Beta Finance מאמינים כי ייעוץ הוא מקצוע ואנו מקדישים את זמננו ליעוץ מקצועי מזה שנים רבות. כל אחד מצוות השותפים ייעץ במרוצת השנים לעשרות גופים בשאלות עסקיות שונות ומגוונות.
- ✓ אנו מאמינים שיושרה, אמינות ומקצועיות ימשיכו להוביל את לקוחותינו לעבר הישגים חדשים. כפועל יוצא, מערכות היחסים ושיתופי הפעולה של החברה עם הקהילה העסקית בישראל הינם רחבי היקף.