



Sela Kolker
יועצים פיננסיים

חוות דעת כלכלית

אמידת הנזק הכלכלי
שנגרם לקבוצת מחזיקי מניות מקבוצת

בזק

בעקבות דיווח מטעה

27 ביוני 2017

חוות דעת מומחה כלכלי

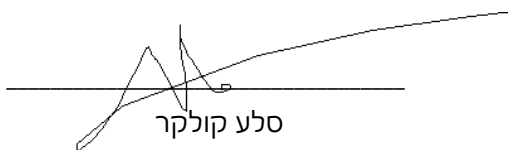
שם המומחה: סלע קולקר
מקום עבודתו: סלע קולקר יועצים פיננסיים בע"מ
ח.פ. 515220366
רחוב יגאל אלון 65, תל אביב

אני החתום מטה, סלע קולקר, נתבקשתי על-ידי עו"ד עידן איידן ודוד תירוש, להגיש חוות דעת זו במסגרת הבקשה לאישור תובענה ייצוגית בעניין הנזק למחזיקי מניות החברות: בזק, בי קומיוניקיישנס ואינטרנט זהב, עקב דיווחים מטעים לכאורה. אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית המשפט ואני מצהיר בזאת כי ידוע לי היטב שלעניין החוק הפלילי בדבר עדות שקר בבית משפט, דין חוות דעתי זו שהיא חתומה על ידי כדין עדות שנתתי בבית משפט.

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 ובין מזמיני העבודה, הינו קבוע מראש ואינו מותנה במישרין או בעקיפין בהצלחת ההליך המשפטי.

אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית משפט ומצהיר בזאת כי ידוע לי היטב שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר באזהרה בבית המשפט, דין חוות דעתי זו כשהיא חתומה על ידי כדין עדות באזהרה שנתתי בבית המשפט.

להלן חוות דעתי:


סלע קולקר

27/6/2017

תאריך

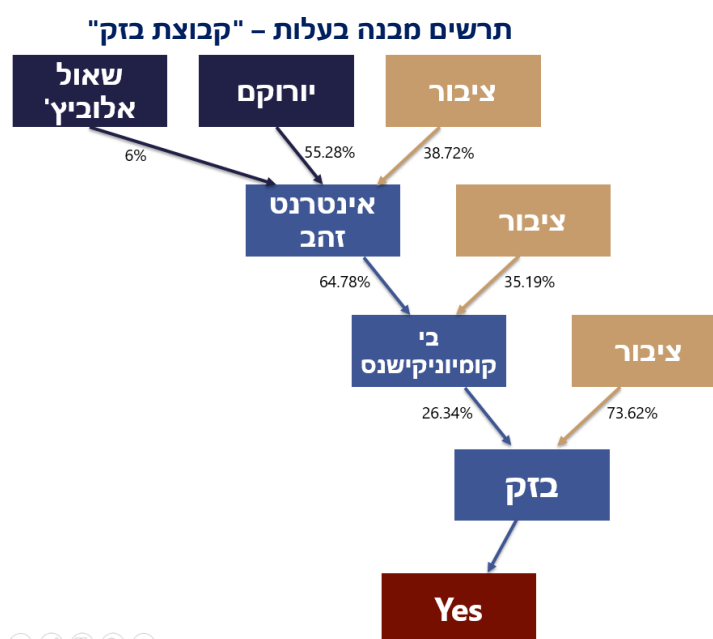
תוכן העניינים

4	הקדמה	1.1
4.....	תאור המקרה.....	1.1
5.....	אודות חוות הדעת	1.2
5.....	מתודולוגיה.....	1.3
5.....	מקורות מידע.....	1.4
6	הסעייה לכאורה	2.1
6.....	התמורה המותנית השנייה	2.1
6.....	האם יש תמריץ להשפיע על התוצאות?.....	2.2
7.....	האם יש יכולת להשפיע על התוצאות?.....	2.3
9	ניתוח ביצועי המנייה	3.1
9.....	השוואה בין התקופות	3.1
9.....	השוואה למדדי מניות רלבנטיים	3.2
10.....	מבחן ארוע.....	3.3
11	חישוב הנזק	4.1
11.....	הסיבה לירידה במחיר המניה	4.1
11.....	כימות הנזק לקבוצה הרלבנטית	4.2
13	אודות המומחה הכלכלי.....	5.1

1. הקדמה

1.1 תאור המקרה

חברת בזק (להלן: "בזק" או "החברה") הינה חברה ציבורית, אשר מניויתיה נסחרות בבורסות לניירות ערך בתל אביב, הנמצאת בשליטתו של מר שאול אלוביץ' (להלן: "אלוביץ'"), ואשר מעל ל- 73% ממניותיה מוחזקות בידי הציבור. אלוביץ' מחזיק בחברה באמצעות שתי חברות ציבוריות נוספות, במבנה פרמידה בת 4 שכבות כדלקמן: אלוביץ', והחברה הפרטית "יורוקום" שבלשליטתו, מחזיקים בחברה הציבורית "אינטרנט זהב" בשיעורים של 6% וכ- 55% בהתאמה. יתרת 39% מהמניות של אינטרנט זהב מוחזקות בידי הציבור. אינטרנט זהב מחזיקה בכ- 65% ממניות החברה הציבורית, "בי קומיוניקישנס", ויתרת מניותיה של בי קומיוניקישנס בשיעור של כ- 35% מוחזקות בידי הציבור. בי קומיוניקישנס מחזיקה בכ- 27% ממניותיה של בזק, ויתרת מניות בזק בשיעור של כ- 73%, מוחזקות כאמור בידי הציבור.



בחודש פברואר 2015 רכשה בזק מחברת יורוקום את מלוא אחזקותיה בחברת "די.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ" (להלן: "Yes") בהסכם הרכישה נקבע כי בזק תשלם ליורוקום תמורה בשלושה מרכיבים: מזומן בסך של 680 מיליוני שקלים, תמורה נוספת בסך של 200 מיליוני שקלים המותנית בקבלת הסדרי מס שונים, ותמורה מותנית שנייה (להלן: "התמורה המותנית השנייה") בסך של עד 170 מיליוני שקלים המותנית בתוצאותיה העסקיות של Yes בשלוש השנים שלאחר העסקה, כלומר תוצאות השנים 2015, 2016 ו- 2017. תמורה זו תלויה בתזרים המזומנים החופשי שתייצר Yes בשלוש השנים הללו.

ממועד העסקה ועד למועד כתיבת חוות דעת זו, פרסמה בזק עשרה דוחות רבעוניים, האחרון שבהם ביום 18 במאי 2017, עבור תוצאות הפעילות לסוף הרבעון הראשון של שנת 2017. בדוחותיה הכספיים של בזק מופיע מידע אודות תוצאות הפעילות העסקית של חברת Yes לרבות התזרים המזומנים החופשי.

כשלושה שבועות לאחר פרסום הדוחות לרבעון הראשון לשנת 2017, ביום 20 ביוני 2017, פורסם כי הרשות לניירות ערך פתחה בחקירה גלויה כנגד החברות ובעלי תפקידים בה. למחרת, ביום 21 ביוני 2017 הגישה הרשות לבית משפט השלום בקשה לשחרור בערובה ובתנאים מגבילים כנגד אלוביץ ושני גורמים נוספים ב- Yes. מן הבקשה עולה, כי קיים חשד, שבמהלך השנים 2015-2016, ביצעו נושאי משרה בקבוצת בזק, "פעולות מלאכותיות שונות בקשר לעסקה האמורה אשר השפיעו על דיווחיה של בזק".

מהשתלשלות ארועים אלה, עולה החשש, שדיווחי החברה, במהלך השנים 2015 – 2016, הם דיווחים מטעים.

מרגע שנודע לציבור, כי יש חשש להטעיה בדוחות בזק, ותוך ימים ספורים בלבד, ירד שווין של שלוש המניות של החברות הציבוריות מקבוצת בזק: בזק, בי קומיוניקיישנס ואינטרנט זהב, בשיעורים זו סיפרתיים.

1.2 אודות חוות הדעת

נתבקשתי לבחון, עד כמה ניתן לייחס את הירדות במניית החברות במועדים הרלבנטים, לפרסום כי הדוחות הרבעוניים של החברה עלולים להכיל מידע מטעה, וכן לאמוד את מידת הנזק שנגרם לקבוצת בעלי המניות הרלבנטית.

1.3 מתודולוגיה

כדי לאמוד את מידת הנזק שנגרם לציבור, ביצעתי את שלבי הבדיקה הבאים:

1. השוואת ביצועי המנייה בתקופה שלפני האירוע, וביצועי המנייה בתקופה שלאחר האירוע.
2. השוואת ביצועי המנייה לאחר האירוע, לביצועי מדדים מובילים.
3. הגדרת הקבוצה הרלבנטית
4. חישוב הנזק שנגרם לקבוצה הרלבנטית

1.4 מקורות מידע

מקורות המידע אשר שימשו אותי בביצוע חוות הדעת כוללים את:

- נתוני מסחר יומיים של מניית החברות הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב.
- נתוני המדדים של תל אביב 125 ותל אביב 35.
- דו"ח מיידי מיום 15.2.2015 בדבר כינוס אסיפה כללית מיוחדת של בעלי המניות של החברה שעל סדר יומה אישור האסיפה את התקשרות החברה בעסקה שמשמעותה עליית החברה לאחזקה של 100% במניות Yes.
- הערכת שווי למניות yes שנערכה על ידי Merrill Lynch International.
- חוות דעת הוגנות לעסקה רכישת מניות yes שנערכו על ידי Merrill Lynch International ופרופ' אמיר ברנע.
- דוחות דירקטוריון yes ליום 31.12.2013 וליום 30.9.2014.
- דוחות כספיים תקופתיים ושנתיים של בזק לשנים 2013-2017.
- דוחות כספיים תקופתיים ושנתיים של בי קומיוניקיישנס לשנים 2014-2015.
- דוחות כספיים תקופתיים ושנתיים של אינטרנט זהב לשנים 2014-2015.

2. הטעייה לכאורה

2.1 התמורה המותנית השנייה

על פי ההסכם, חברת בזק, הנשלטת על ידי אלוביץ, ומוחזקת בלמעלה מ- 70% על ידי הציבור, תשלם ליורקום, שהיא חברה פרטית בבעלות אלוביץ, תמורה מותנית של 170 מיליוני ש"ח בהתאם לתוצאות הפעילות העסקית של Yes בשנים 2015 עד 2017. התמורה המותנית השנייה, תשלום בכפוף לעמידת Yes ביעדי תזרים חופשי¹ בשלוש שנים משנת 2015 עד שנת 2017 ותחולק לשני רכיבים בסך 100 מיליון ₪ ו- 70 מיליון ₪.

יעדי התזרים החופשי²
מיליוני שקלים

סה"כ	2017	2016	2015	
836	316	322	198	רף א'
989	387	389	213	רף ב'
1,058	414	417	228	רף ג'

התמורה המותנית של 170 מיליוני השקלים, מחולקת לשני חלקים:

1. במידה והתזרים החופשי המצטבר ב-3 השנים יעבור את הרף של 836 מיליוני שקלים, תשלום ליורקום תמורה של 100 מיליוני שקלים.
2. במידה והתזרים החופשי המצטבר ב-3 השנים יעבור את הרף של 1,058 מיליוני שקלים, תשלום ליורקום תמורה נוספת של 70 מיליוני שקלים. אם התזרים החופשי המצטבר בשלוש השנים יהיה בין רף ב' לרף ג' תשלם החברה ליורקום את החלק היחסי של 70 מיליון ₪ בהתאם לתחשיב ליניארי בין רף ב' לרף ג'.

בנוסף נקבע, שאם המיזוג עם yes יושלם לפני תום שנת 2017, לא ימדד התזרים החופשי של 2017 לצורך חישוב התמורה המותנית, אלא, התזרים החופשי של שנת 2016, ילקח בחשבון עבור שנת 2017.

2.2 האם יש תמריץ להשפיע על התוצאות?

בעל השליטה מחזיק בשרשור בפחות מ- 10% מהון המניות של בזק, בעוד שהוא מחזיק בכ- 80% מחברת יורקום. עמידה של Yes ברף שנקבע, תעביר מזומנים מחברה שבבעלותו החלקית ביותר, לחברה שבבעלותו בדיעור גבוה. מבנה זה עלול ליצור תמריץ, לשפר באופן מלאכותי את תוצאות התזרים החופשי המדווחות של Yes.

על פי דיווחי החברה, התזרים החופשי בשנת 2015 הסתכם ב-240 מיליוני שקלים. לכן, כדי שהחברה תעמוד ביעד של 1,058 מיליוני שקלים בשלושת השנים יחד, ומתוך הנחה שתוצאות שנת 2016 עשויות להחשב גם עבור שנת 2017, הרף לקבלת התמורה המותנית בסך 170 מיליוני שקלים מחושב כך:

1,058	תזרים חופשי – יעד ל-3 השנים:
240	תזרים חופשי בפועל בשנה הראשונה 2015:
818	תזרים חופשי שנותר כדי לעמוד ביעד:
409	מחולק ב-2:

¹ מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת בתוספת מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה, כפי שאלו מופיעים בדוחותיה הכספיים של Yes.
² רפי הביצוע המפורטים בטבלה נקבעו כדלקמן: רף א' הינו ממוצע של: (1) תזרים המזומנים כפי שהוערך במסגרת התכנית העסקית של יס על ידי החברה לצורך הערכת השווי, לבין (2) תזרים המזומנים כפי שהוערך על ידי יס במהלך העסקים הרגיל שלה ("תזרים yes"). רף ב' הינו תזרים yes. רף ג' מייצג תזרים מזומנים שנתי הגבוה ב- 7% מתזרים yes.

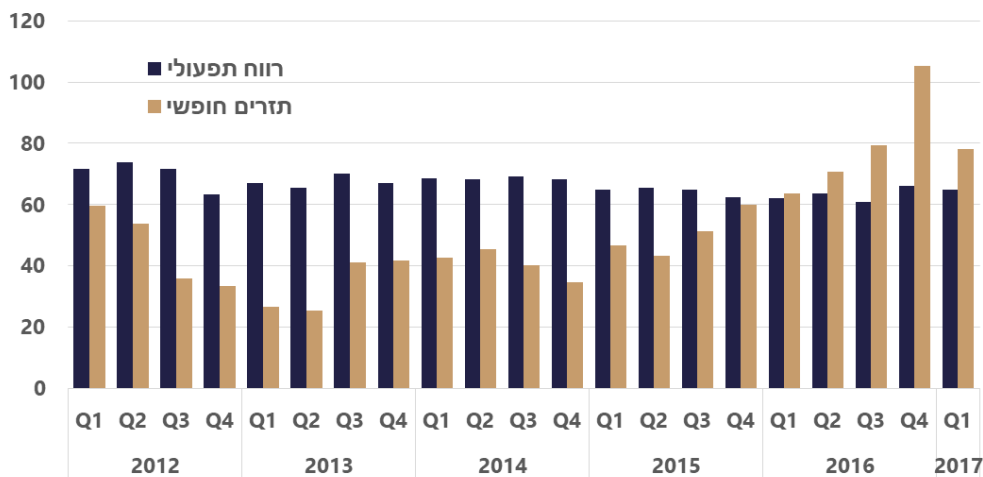
כלומר אם החברה תעמוד ביעד של תזרים מזומנים חופשי של 409 מיליוני שקלים בשנת 2016, ותחת ההנחה שהמיזוג יושלם בשנת 2017 ושתוצאות אלה ילקחו בחשבון גם עבור שנת 2017, תשולם ליורקום התמורה המותנית ברף הגבוה של 170 מיליוני שקלים.

2.3 האם יש יכולת להשפיע על התוצאות?

ככלל, קשה מאוד להפעיל מניפולציה על תוצאות החשבונאיות, ובמיוחד על תוצאות תזרימיות, על פני מספר רב של תקופות. אולם, קל יותר להשפיע על תוצאות של תקופה בודדת, או מספר מצומצם של תקופות, על ידי הקדמה או דחיה של סעיפים חשבונאיים מרבעון לרבעון.

חברת Yes – הרווח התפעולי והתזרים החופשי 2012 עד רבעון ראשון 2017

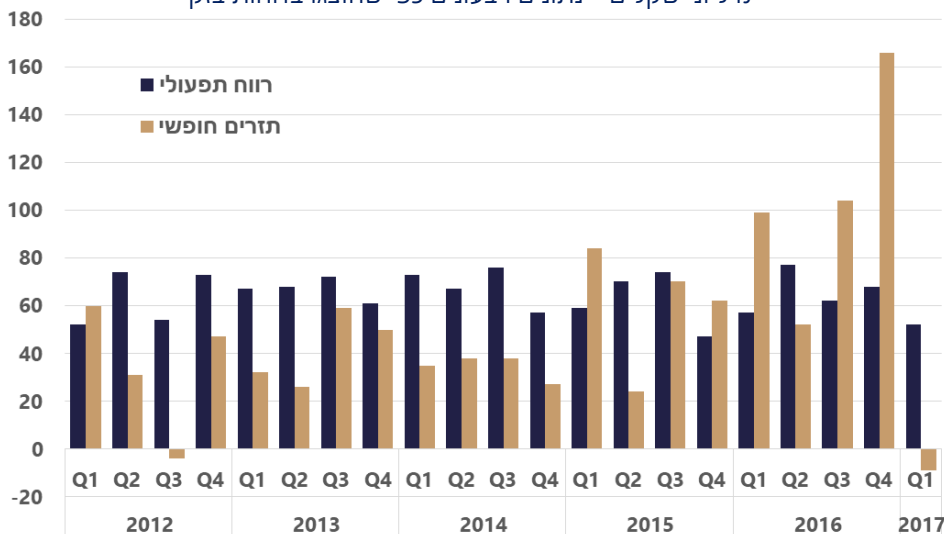
מיליוני שקלים – ממוצע נע ארבעה רבעונים



בסך הכל הסתכם התזרים החופשי בשנת 2016 ב-421 מיליוני שקלים, רק "מעט" מעל רף ה-409 מיליוני שקלים, הרף שמפעיל את סעיף תשלום התמורה המותנית ליורקום. ברבעון הרביעי של שנת 2016 הסתכם התזרים החופשי על פי דוחות בזק בתוצאת שיא של 166 מיליוני שקלים, ומיד לאחר מכן, ברבעון הראשון של שנת 2017, נרשם דוקא תזרים מזומנים שלילי של 9 מיליוני שקלים.

חברת Yes – הרווח התפעולי והתזרים החופשי 2012 עד רבעון ראשון 2017

מיליוני שקלים – נתונים רבעוניים כפי שהוצגו בדוחות בזק



מהשוואת ה- EBITDA לתזרים המזומנים החופשי של Yes עולה כי השיפור בתזרים החופשי של Yes אינו נובע משיפור בשיעורי הרווחיות הגולמית או התפעולית של החברה. תזרים המזומנים החופשי של Yes בשנת 2016 היה בשיעור של כ-75% מה-EBITDA, בעוד שבשנים 2013 ו 2014 שיעור זה עמד על 32% ו- 24% בהתאמה.

השוואת ה- EBITDA לתזרים החופשי של Yes 2016 - 2013 מיליוני שקלים

%	תזרים חופשי	EBITDA	רבעון
32%	167	530	2013
24%	137	570	2014
42%	240	572	2015
75%	421	560	2016

מניתוח ברמה הרבעונית, עולה כי ישנה קפיצה חריגה בתזרים המזומנים החופשי ברבעון הרביעי של שנת 2014, ערב סיומה של התקופה הקובעת לעניין התמורה שתשולם ליורקום. התזרים ברבעון זה קבץ ל- 119% ביחס ל EBITDA – שיעור לא סביר, בפרט בהשוואה לתקופות קודמות.

השוואת ה- EBITDA לתזרים החופשי של Yes 2016 - 2013 מיליוני שקלים

%	תזרים חופשי	EBITDA	רבעון
25%	32	130	Q1-2013
20%	26	132	Q2-2013
43%	59	138	Q3-2013
38%	50	131	Q4-2013
24%	35	143	Q1-2014
27%	38	141	Q2-2014
25%	37	151	Q3-2014
20%	27	135	Q4-2014
62%	84	135	Q1-2015
16%	24	150	Q2-2015
46%	70	152	Q3-2015
46%	62	135	Q4-2015
74%	99	133	Q1-2016
34%	52	151	Q2-2016
76%	104	137	Q3-2016
119%	166	139	Q4-2016

ניתן להסיק מכך, שבתקופה הקובעת, תזרים המזומנים החופשי של Yes, נופח באופן מלאכותי, לצורך עמידה ברף שנקבע לצורך תשלום התמורה המותנית שנקבעה בסך של 170 מיליוני שקלים, וזאת בשתי דרכים אפשריות עיקריות: דחיית תשלומים לספקים, ודחיית השקעות הוניות (CAPEX). ההון החוזר וההשקעות של החברה לרמתם הנורמאלית. כפועל יוצא מכך משקיע סביר היה מגיע למסקנה שתזרים המזומנים החופשי של יס צריך להיות נמוך יותר באופן משמעותי ואגב כך גם שווי יס שנגזר ממנו לפי שיטת היוון תזרימי המזומנים.

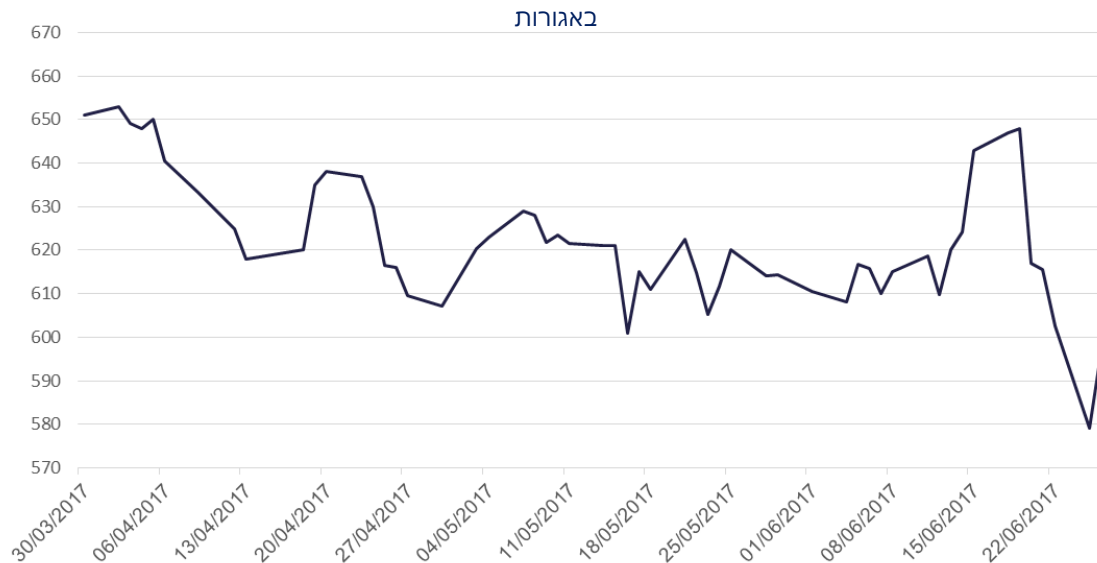
תזרים המזומנים החופשי הינו נתון מהותי, העומד בסיס הערכות שווי בשיטת היוון תזרים מזומנים (DCF) ועליו מתבססים אנליסטים לקביעת שווי החברה. המחיר הסחיר של מניה רגיש במיוחד לנתון זה.

3. ניתוח ביצועי המנייה

3.1 השוואה בין התקופות

שווי מניית בזק נשמר בשבועות האחרונים ברמה של כ- 610 עד 620 אגורות, ביום 15 ביוני 2017 עלתה בשיעור חריג יחסית של כ-3% ומחירה נקבע על 643 אגורות, ונקבע על 649 אגורות ביום 19 ביוני 2017. בבוקר שלמחרת פורסמה חקירת הרשות לניירות ערך באופן שמצביע על הטעייה לכאורה בדוחותיה הכספיים של בזק ברבעוניים החולפים. החל מאותו יום ירדה המניה בשיעור חד של כ-10.5% ומחר נקבע על 579 אגורות ביום 26 ביולי 2017, שהיווה את מחירה הנמוך ביותר מאז חודש מרץ של שנת 2014.

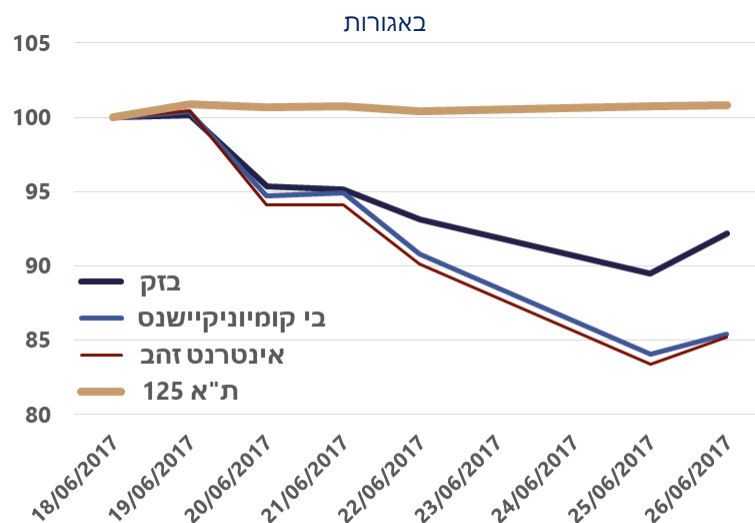
מחיר מניית בזק בכורסה בתל אביב 30/3/17 עד 27/6/17



3.2 השוואה למדדי מניות רלבנטים

על מנת לכחון האם הירידה החדה במניות החברות מקבוצת בזק, נובעת ממגמה שלילית בשווקי המניות, השוותי את ביצועי המניות במועד הארוע לביצועי מדדים הרלבנטים.

מחירי שלושת המניות בהשוואה למדד תל אביב 125 מה-18 עד ה-26 ביוני 2017



בתקופת הבדיקה, החל מהמועד שבו התגלה החשש להטעיה, ובתוך ארבעה ימי מסחר, ירדו שלושת המניות של החברות מקבוצת בזק. בזק, בי קונקשיונס, ואינטרנט זהב, בשיעורים של כ-10.6%, 16.3% ו-17% בהתאמה. באותו זמן לא חל שינוי משמעותי במדדי המניות הכלליים. מדד תל אביב 125 ירד בשתי עשירות האחוז בלבד.

מחירי שלושת המניות בהשוואה למדד תל אביב 125 מה-18 עד ה-26 ביוני 2017

באגורות

ת"א 125	אינטרנט זהב	בי קומיוניקיישנס	בזק	תאריך
1,298	3,412	6,489	596	26/06/2017
1,297	3,340	6,390	579	25/06/2017
1,292	3,610	6,900	603	22/06/2017
1,297	3,771	7,216	616	21/06/2017
1,296	3,771	7,200	617	20/06/2017
1,299	4,023	7,630	648	19/06/2017
1,287	4,006	7,601	647	18/06/2017
-0.2%	-17.0%	-16.3%	-10.6%	תשואה מצטברת מה 19 עד ה 25 ביוני
-0.1%	-15.2%	-15.0%	-8.0%	תשואה מצטברת מה 19 עד ה 26 ביוני

3.3 מבחן ארוע

על מנת לבחון, האם ניתן להסביר את הירידה במחירי המניות, בתקופה הנבדקת, באמצעות תשואות השוק, ובאמצעות רמת התנודתיות ההיסטורית הנורמטיבית של המניות, השתמשתי במתודולוגיה הבאה, עבור כל אחת מהמניות הנבדקות:

- אמידת הביתא מול מדד תל אביב 125 על סמך נתונים שבועיים לחמש שנים.
- אמידת סטיית התקן השנתית.
- אמידת התשואה העודפת השבועית, כפער בין התשואה השבועית בפועל והתשואה הנחזית על סמך תושאת השוק, והביתא של המניה.
- אמידת סטיית התקן היומית של התשואה העודפת.
- השוואת השינוי בפועל בתקופה הנבדקת, בהשוואה לסטיית התקן של התשואה העודפת לאותה תקופה (ארבעה ימים).
- חישוב סטיית התקן מאפשר לוודא, כי התנודתיות במחירי המניות איננה חלק מגלי המסחר הטבעיים של המניה אלא תגובה מובהקת סטטיסטית למידע החדש שהתגלה.

השוואת השינוי במניות בתקופה הנבדקת, לסטיית התקן של התשואה העודפת

אינטרנט זהב	בי קומיוניקיישנס	בזק	
1.97	1.47	1.03	ביתא ביחס למדד תל אביב 125
20.79%	22.57%	23.31%	סטיית תקן שנתית
2.8%	2.0%	1.4%	סטיית תקן תשואה עודפת יומית
-18.54%	-18.20%	-11.76%	שינוי בפועל בתקופה הנבדקת
5.56%	3.95%	2.70%	סטיית תקן לתקופה
-3.34	-4.61	-4.35	מרחק בסטיית תקן

התוצאה המתקבלת היא, עבור כל שלושת המניות, היא שלא ניתן לנבא באמצעות תשואת השוק והתנודתיות ההיסטורית הנורמטיבית, את השינויים החדים במחירי המניות בתקופה הנבדקת. מחירי המניות ירדו בשיעור של עד פי ארבעה מסטיית התקן העודפת לתקופה של ארבעה ימים. כיוון שמדובר בתגובה שהיא גבוהה יותר משתי סטיות תקן, ניתן לדחות את השערת האפס לפיה אין שינוי במחירי המניות כתוצאה מהמידע החדש. במילים אחרות, התגובה הסטטיסטית מובהקת במונחים סטטיסטיים.

4. חישוב הנזק

4.1 הסיבה לירידה במחיר המניה

כאמור, לא ניתן להסביר את הצניחה במחיר מניית החברה על ידי מגמה שלילית בשווקים. ההיקף מסחר במניות בתל אביב הסתכם במיליוני יחידות, כך שגם לא ניתן להסביר את הירידה במחיר המנייה בדלילות המסחר.

הירידה החדה במחיר המניות, ובשווי החברות המשתקף, נובע מאירוע חיצוני כלשהו. להערכתי, ובהעדר מידע על כל ארוע אחר הקשור לחברה, שחל באותם תאריכים, יש לשייך את כל הירידה במחיר המניה לאירוע היחיד הידוע – פירסום הרשות לנירות ערך המצביע על דיווח מטעה.

4.2 כימות הנזק לקבוצה הרלבנטית

לצורך חישוב הנזק, ניטרלתי שינויים במחיר המנייה שאין לשייך אותם בוודאות לארוע ההטעיה. כאמור, כמה ימים לפני הארוע, עלו שערי המניות מקבוצת בזק בכ- 3%. והחל ממועד הארוע, חלה ירידה בדיעור של כ- 11% עד 17%. לצורך חישוב הנזק, ניטרלתי את העלויות שהתרחשו לפני ובסמוך לארוע.

מטעמי זהירות, חישבתי את הפער בין מחיר המניה ביום 14 ביוני 2017, של 624 אגורות, המשקף את מחיר המניה במשך תקופה ארוכה עד לאותו יום, ובין מחירה ביום 26/6/2017, בגובה 596 אגורות למניה.

מחיר מניית בזק בבורסה בתל אביב 30/3/17 עד 27/6/17



לדעתי, הירידה בטווח תאריכים זה, משקפת את המשמעות מבחינת השוק של הדיווח המטעה לרבות הפגיעה במוניטין של החברה ואובדן אמון המשקיעים בחברה ובהנהלה. אילו הייתי נוקט בגישה מחמירה יותר, ומתחשב במחיר המניה ביום הארוע העצמו, שעמד על 648 אגורות, התוצאה היתה, שהנזק המחושב לבעלי המניות מקרב הציבור – גבוה יותר.

באופן דומה, השתמשתי באותם מועדים גם עבור שתי המניות האחרות מקבוצת בזק: בי קומוניקישן ואינטרנט זהב.

כימות הנזק שנגרם לציבור מיליוני שקלים

סה"כ	אינטרנט זהב	בי קומיוניקיישנס	בזק	
	3,863	7,211	624	14/06/2017
	4,023	7,630	648	19/06/2017
	3,412	6,489	596	26/06/2017
	25.1	29.9	2,765	הון מניות מונפק במיליונים
	1,008	2,282	17,920	שווי שוק 19/6/17 מיליוני ש"ח
	38.72%	35.19%	73.62%	שיעור מניות שבידי הציבור
	9.7	10.5	2,036	כמות מניות בידי הציבור במיליונים
	451.0	722.0	27.9	נזק באגורות למניה
	4.51	7.22	0.279	נזק בשקלים למניה
687.8	43.8	76.0	568.0	נזק לציבור במיליוני ש"ח

להערכת, הנזק שנגרם לקבוצה המוגדרת, כתוצאה המדיווח המטעה, עומד על כ- 688 מיליוני ש"ח.

בברכה, ובכבוד רב

סלע קולקר

5. אודות המומחה הכלכלי

חוות הדעת הוכנה על ידי צוות כלכלנים בראשות סלע קולקר.

סלע קולקר



בעל תואר שני **MBA** במנהל עסקים מאוניברסיטת תל אביב, עם התמחות במימון ותואר ראשון **BA** בכלכלה וניהול מאוניברסיטת תל אביב. בעל ניסיון של למעלה מ-15 שנים בייעוץ כלכלי ופיננסי, ביצוע הערכות שווי, וחוות דעת כלכליות.

החל את דרכו כיועץ פיננסי ומנהל המחלקה הכלכלית בחברת תבור כלכלה ופיננסים, שם צבר ניסיון רב בביצוע הערכות שווי, כתיבה של תכניות עסקיות ומודלים כלכליים.

בהמשך דרכו שימש כסמנכ"ל המימון של חברת אמפא, וניהל את פעילות הנפקות האג"ח לשם גיוס הון מהשוק המוסדי. בתקופה זו השלים גיוס של מאות מיליוני שקלים באמצעות 10 סבבי הנפקה של אגרות חוב מגובות בנכסים פיננסיים, וצבר הכרות עם הגופים המוסדיים בישראל. בהמשך דרכו שימש כ- **CFO** של חברת אדקו טכנולוגיות.

בשנים הבאות, שימש כשותף בפירמת ראיית החשבון בייקר טילי, הקים וניהל את חברת הייעוץ "בייקר טילי פיננסים". בייקר טילי הינה אחת מ-8 הפירמות הגדולות בישראל ואחת מ-8 הפירמות הגדולות בעולם. בשנים אלו, חברת הדירוג BDI הגדירה את בייקר טילי כפירמת ראיית החשבון הצומחת ביותר בישראל. במהלך תקופה זו צבר ניסיון רב בביצוע הערכות שווי, ובכתיבה של חוות דעת מומחה לבתי משפט בארץ ובחו"ל.

החל משנת 2014 משמש כיועץ לחברות ציבוריות ופרטיות בתחומים של ליווי תהליכים עסקיים, כתיבה של חוות דעת כלכליות וחוות דעת מומחה לבית משפט, ביצוע הערכות שווי, לרבות הערכות שווי אופציות תוך שימוש במודלים כגון מודל בלק אנד שולס, מודל מרטון, מודל OPM, המודל הבינומי, וסימולציית מונטה קרלו.

ניסיונו כולל גם כתיבה של חוות דעת מומחה כלכלי לבתי משפט בתחומים של חדלות פרעון, הגבלים עסקיים, ותביעות ייצוגיות. ייעוץ בנושא שכר ותגמול, לרבות קביעת מדיניות תגמול, עריכת מדגמי השוואה לקביעת נורמטיבות של שכר בכירים, עבור חברות ציבוריות רבות.

שימש כמומחה כלכלי וכיועץ כלכלי עבור חברות רבות כגון: פלאזה סנטרס, התעשייה האווירית, איי די בי, נצבא, מפעלי מגזיום ים המלח מקבוצת כיל, קבוצת סבן, בנק דה בינארי, בנק מרכנתיל, גלעם, ברנמילר אנרג'י, אמפא מליבו, פאנדר קרנות נאמנות, מעיין ונצ'רס, גפן ביומד, ביוקנסל, ועוד.