

קרדן ישראל בע"מ
("קרדן ישראל" או "החברה")

לכבוד
הבורסה לניירות ערך בת"א בע"מ
www.maya.tase.co.il

לכבוד
רשות ניירות ערך
www.isa.gov.il

הנדון: דוח מיידי בדבר כינוס אסיפה כללית מיוחדת של בעלי המניות של החברה

בהתאם לחוק החברות, התשנ"ט-1999 ("חוק החברות"), תקנות ניירות ערך (דו"חות תקופתיים ומיידיים), התש"ל - 1970, תקנות החברות (הודעה ומודעה על אסיפה כללית ואסיפת סוג בחברה ציבורית והוספת נושא לסדר היום), התש"ס - 2000 ("תקנות הודעה ומודעה") ותקנות החברות (הצבעה בכתב והודעות עמדה), תשס"ו - 2005 ("תקנות ההצבעה"), ובהתאם לתקנות ניירות ערך (עסקה בין חברה לבין בעל שליטה בה), התשס"א - 2001 ("תקנות בעל שליטה"), מודיעה בזה החברה על כינוס אסיפה כללית מיוחדת של בעלי המניות של החברה, ביום חמישי, 28 ביולי 2016, בשעה 16:00, במשרדי החברה בדרכי מנחם בגין 154, תל אביב ("האסיפה").

סדר יומה של האסיפה:

1. **נושא מס' 1 שעל סדר היום - אישור התקשרות החברה בעסקה עם חברת המזרח לאחזקות בע"מ, למכירת כל החזקות החברה, במישרין ובעקיפין, ביוניברסל מוטורס ישראל בע"מ**

1.1 ההחלטה המוצעת:

לאשר את התקשרות החברה בהסכם עם חברת המזרח לאחזקות בע"מ ("חברת המזרח") למכירת כל החזקותיה של החברה, במישרין ובעקיפין, ביוניברסל מוטורס ישראל בע"מ ("UMI"), המהוות, בסה"כ, כ- 46.1% מהון המניות המונפק והנפרע של UMI, לחברת המזרח, אשר מחזיקה, עובר להשלמת עסקת המכר ב- 50% מהונה המונפק והנפרע של UMI, בתמורה לסכום כולל של 397,349 אלפי ש"ח ("עסקת המכר"), בהתאם לתנאי מזכר ההבנות שנחתם בין החברה לבין חברת המזרח ביום 23 במאי, 2016 ("מזכר ההבנות"), כמפורט בסעיף 1.2 לדוח זה.

1.2 תיאור עיקרי העסקה:

ביום 23 במאי 2016, חתמה החברה על מזכר הבנות מחייב לפיו, במועד השלמת עסקת המכר ("מועד ההשלמה"), תמכור החברה את כל החזקותיה, במישרין ובעקיפין, ב- UMI, המהוות, בסה"כ, כ- 46.1% מהון המניות המונפק והנפרע של UMI, לחברת המזרח אשר מחזיקה, במועד חתימת מזכר ההבנות ב- 50% מהונה המונפק והנפרע של UMI, או לישות אחרת בשליטתה, בתמורה לסך כולל של 397,349 אלפי ש"ח ("התמורה").

בהתאם למזכר ההבנות במועד ההשלמה תמכור החברה לחברת המזרח מניות של UMI, המהוות כ- 10.9% מהון המניות המונפק והנפרע של UMI המוחזקות על ידה במישרין ("מניות UMI הנמכרות") בתמורה ל- 108,306 אלפי ש"ח וכן, מניות המהוות את מלוא הונה המונפק והנפרע של קרדן שותפויות בע"מ ("קרדן שותפויות" ו- "מניות קרדן שותפויות הנמכרות", בהתאמה) (קרדן שותפויות תחזיק במועד ההשלמה כ- 90% מהונה המונפק והנפרע של טאלדן מוטורס בע"מ ("טאלדן") בלבד, אשר מצידה מחזיקה במניות המהוות כ- 39.1% מהונה המונפק והנפרע של UMI), בתמורה ל- 289,043 אלפי ש"ח.

סך של כ- 214,409 אלפי ש"ח מתוך התמורה ישולם במועד ההשלמה, והיתרה תשולם בתשלומים

שנתיים כמפורט להלן: סך של כ- 39,735 אלפי ש"ח בתום שנה ממועד ההשלמה; סך של כ- 59,602 אלפי ש"ח בתום שנתיים ממועד ההשלמה; סך של כ- 39,735 אלפי ש"ח בתום שלוש שנים ממועד ההשלמה; סך של כ- 19,867 אלפי ש"ח בתום ארבע שנים ממועד ההשלמה; וסך של כ- 24,000 אלפי ש"ח בתום חמש שנים ממועד ההשלמה.

היתרה הבלתי מסולקת של התמורה, תישא ריבית בשיעור של פריים+0.5%, אשר תשולם מדי שישה חודשים ממועד ההשלמה.

להבטחת התשלומים העתידיים על חשבון התמורה והריבית בגינם ("התשלומים העתידיים"), תשעבד חברת המזרח לטובת החברה במועד ההשלמה חלק מ: (1) מניות UMI הנמכרות; (2) 90.01% מניות UMI המוחזקות על ידי טאלדן או, ככל שלא יתאפשר לעשות זאת, מלוא מניות טאלדן המוחזקות על ידי קרדן שותפיות וכחלק מהשעבוד הנ"ל, תתחייב טאלדן שלא למכור את מניות UMI המוחזקות על ידה. שיעור המניות שישועבדו בכל אחד מסוגי המניות הנ"ל, יהיה שווה לחלק היחסי של התשלומים העתידיים שטרם שולמו מתוך סך התמורה. חברת המזרח רשאית להמיר את הבטוחות הנזכרות לעיל בבטוחות אחרות שיסוכמו עם החברה, או במניות UMI אחרות המוחזקות על ידה, ובלבד שבכל עת, שווי הבטוחות יהיה שווה ליתרה הבלתי מסולקת של התשלומים העתידיים.

חברת המזרח רשאית להקדים את התשלומים העתידיים בכל עת, בכפוף למתן הודעה מוקדמת לחברה מבלי שתחוב בקנס או עמלה כלשהי.

ככל ש- UMI תקבל החלטה על חלוקת דיבידנד בתקופה שלאחר השלמת העסקה ולפני תשלום התמורה במלואה, תשעבד חברת המזרח לטובת החברה, במידת הצורך, מניות נוספות של UMI, באופן ששווי סה"כ המניות המשועבדות באותו המועד (ולאחר החלוקה) יהיה שווה ליתרת התשלומים העתידיים שטרם שולמו. לעניין זה, מספר מניות UMI שישועבדו יחושב על בסיס מחיר למניית UMI הנגזר מסכום התמורה בגין מניות UMI הנמכרות.

בהתאם למוזכר ההבנות, העניקה החברה לחברת המזרח זכות, הניתנת למימוש עד למועד ההשלמה ומותנית בהשלמתה, למכור לחברה עד 4 מיליון מניות של החברה המוחזקות על ידי חברת המזרח, בתמורה לסך של 4.08 ש"ח למניה. תמורת הרכישה כאמור תקוּזז מן התשלום הראשון על חשבון התמורה. דירקטוריון החברה אישר בישיבתו מיום 23 ביוני 2016, כי הרכישה כאמור מהווה חלוקה מותרת בהתאם להוראות חוק החברות.

בנוסף, התחייבה חברת המזרח כי UMI תפרע לחברה חוב (קרן וריבית) בסך (קרן בלבד) של כ- 19,451 אלפי ש"ח בהתאם להסכם מיום 16.9.2013 (כפי שתוקן) שנחתם בין החברה (ואחרים) ובין UMI למכירת מניות קרדן רכב בע"מ, חברה בת בבעלותה מלאה של UMI ("קרדן רכב") שהוחזקו על ידי החברה ל- UMI, וזאת עד ליום 31.12.16. ככל שתשלום כאמור יגרום להפרת התחייבויותיה של UMI כלפי צדדים שלישיים תוכל UMI לדחות את התשלום לכל המאוחר ליום 31 במרץ 2017. חברת המזרח התחייבה, כי במהלך תקופת הדחייה כאמור לא תחלק UMI דיבידנדים ולא תפרע חוב מקביל כאמור שחבה UMI לחברת המזרח.

מכירת מניות UMI הנמכרות ומניות קרדן שותפיות הנמכרות כאמור לעיל ("המניות הנמכרות") נעשית AS- IS, ללא מצגים כלשהם של החברה ביחס ל- UMI, עסקיה ו/או פעילותה. יחד עם זאת, החברה התחייבה לשפות את חברת המזרח בגין כל נזק ישיר או עקיף שייגרם לה, בקשר או כלפי מי מבין כל אחת מקרדן שותפיות ו/או טאלדן שעילתו עובר להשלמת העסקה בנושאים שאינם מתייחסים או נוגעים למצבה של UMI.

חברת המזרח התחייבה כי במועד ההשלמה, UMI וקרדן רכב, תסדרנה ביטוח נושאי משרה לנושאי המשרה הפורשים מטעם החברה וזאת לתקופה של 7 שנים ממועד ההשלמה וכן תענקנה כתבי שיפוי לנושאי המשרה כאמור.

השלמת עסקת המכר כפופה להתקיימות תנאים מתלים שונים, הכוללים, מלבד אישור האסיפה הכללית של החברה המזומנת בדוח זה, אישורי צדדים שלישיים שונים, לרבות, הממונה על

ההגבלים העסקיים, General Motors, Avis Europe, חלק מן המוסדות הפיננסיים שהעמידו מימון לחברה ולחברות נוספות בקבוצה וכן כל אישור אחר הנדרש על פי דין או הסכם.

על פי מזכר ההבנות, אם לא יחתמו הצדדים על הסכם מפורט תוך 30 יום ממועד חתימת מזכר ההבנות, יהווה מזכר ההבנות הסכם מחייב בין הצדדים לעניין עסקת המכר. נכון למועד דוח זה, לא נחתם הסכם מפורט כאמור.

השלמת עסקת המכר תבוצע, בכפוף להתקיימות התנאים המתלים, עד ליום 31 ביולי 2016 או מועד מאוחר יותר עליו יסכימו הצדדים. ככל שהצדדים פעלו בתום לב להשלמת העסקה במועדים האמורים והעסקה לא הושלמה, יהא מזכר ההבנות בטל ומבוטל.

1.3 שמות בעלי השליטה אשר יש להם עניין אישי בנושא מס' 1 ומהות העניין האישי :

בעלי השליטה שיש להם עניין אישי בנושא מס' 1 שעל סדר יומה של האסיפה הינם ה"ה יוסף גרינפלד, איתן רכטר, אבנר שנור וקרדן יזמות (2011) בע"מ ("קרדן יזמות"), בעלת השליטה בחברה, הנשלטת על ידם.

נכון למועד פרסום דוח זה, מחזיקה קרדן יזמות ב-59,794,927 מניות של החברה, המהוות 73.67% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה ומזכויות ההצבעה בה (ובשיעור זהה בדילול מלא) ולפיכך נחשבת בעלת שליטה בחברה, כמשמעות מונח זה בסעיף 268 לחוק החברות.

להלן פירוט בעלי המניות המהותיים בבעלת השליטה, קרדן יזמות :

נכון למועד פרסום דוח זה, מחזיק מר יוסף גרינפלד במישרין ובאמצעות טלרומית יזמות בע"מ, חברה בבעלותו המלאה של מר גרינפלד (להלן: "טלרומית") ב-27,767,832.5 מניות של קרדן יזמות המהוות כ-19.88% מהזכויות בהון ו-22.34% מזכויות ההצבעה בקרדן יזמות¹.

נכון למועד פרסום דוח זה, מחזיק מר אבי שנור, במישרין ובאמצעות ראיתלון בע"מ, חברה בבעלותו המלאה של מר שנור (להלן: "ראיתלון") ב-26,890,737.22 מניות של קרדן יזמות המהוות כ-19.25% מהזכויות בהון ו-21.64% מזכויות ההצבעה בקרדן יזמות.

נכון למועד פרסום דוח זה, מחזיק מר איתן רכטר, במישרין ובאמצעות שמאיט בע"מ, חברה בבעלות מר רכטר ורעייתו (להלן: "שמאיט") ב-11,916,693.25 מניות של קרדן יזמות², המהוות כ-8.53% מהזכויות בהון ו-9.59% מזכויות ההצבעה בקרדן יזמות.

בחודש אוקטובר 2011 נחתם הסכם בעלי מניות בין טלרומית ומר גרינפלד, ראיתלון ומר שנור ושמאיט ומר רכטר בנוגע להחזקותיהם בקרדן יזמות (אשר נערכו בו מספר תיקונים לאחר מכן). לאור הסכם בעלי המניות, רואים את בעלי המניות החתומים על ההסכם, כמחזיקים יחד בכל מניות קרדן יזמות המוחזקות על ידיהם.

¹ בחודש אוגוסט 2015 החליט בית המשפט המחוזי להיעתר לבקשת בנק לאומי לישראל בע"מ ("בנק לאומי") ולתת צו כינוס לכל נכסיו של מר יוסף גרינפלד ("החלטת הכינוס"). הכנ"ר מונה ככונס לנכסיו של מר גרינפלד, עוכבו כל הליכי ההוצ"פ נגדו ובא כוח בנק לאומי מונה למנהל מיוחד קבוע על נכסיו של מר גרינפלד. לפרטים נוספים ראה סעיף 1.1 בחלק א' לדוח התקופתי של החברה לשנת 2015, אשר פורסם ביום 24 במרץ 2016 (מס' אסמכתא: 2016-01-013569) ("הדוח התקופתי") וכן ראה ביאור ג.1. לדוחות הכספיים המצורפים לדוח התקופתי וסעיף 9 לחלק ד' לדוח התקופתי.

² יצוין, כי 1,183,286.25 מניות מתוך סך המניות המוחזקות על ידי מר רכטר (11,916,693.25) נרכשו עבור גב' בלנקה לביא ז"ל, שהינה חמותו (אם אשתו) של מר רכטר, באמצעות אפוטרופסיה שהיו שני ילדיה - ה"ה ארנון לביא וקרנינה רכטר, שהינה אשתו של מר רכטר. יובהר, כי הגב' בלנקה לביא ז"ל אינה נחשבת לבעלת עניין בחברה או לקרובת משפחה של בעל עניין בה, אולם למען הזהירות, כמות המניות שנרכשו עבורה נכללת בכמות המניות המוחזקות על ידי מר רכטר והאיל וכאמור אחת מאפוטרופסיה של הגב' בלנקה לביא הייתה הגב' קרנינה רכטר שהינה אשתו של מר רכטר.

לפיקד, גם בעלי השליטה בקרדן יזמות, ה"ה יוסף גרינפלד, אבי שנור ואיתן רכטר, הינם בעלי שליטה בחברה, כמשמעות המונח בסעיף 268 לחוק החברות.

בנוסף, מר שמואל ליסטנברג³ ומר משה ליסטנברג⁴ שהינם אחים, מחזיקים כל אחד מהם 10,062,028.50 ו- 10,062,029.50, בהתאמה, מניות של קרדן יזמות, המהוות כ- 7.20% מהון המניות המונפק והנפרע של קרדן יזמות ו- 8.10% מזכויות ההצבעה בה (ובשיעורים זהים בדילול מלא).

כמו כן, מר אהרון בירם ומר גיל דויטש, מחזיקים כל אחד מהם, 801,828 מניות של קרדן יזמות, המהוות כ- 6.08% מהון המניות המונפק והנפרע של קרדן יזמות, וכ- 6.84% מזכויות ההצבעה בה (בשיעורים זהים בדילול מלא)⁵.

בין מר יוסף גרינפלד לבין חברת המזרח קיימים קשרים עסקיים ולמען הזהירות, החברה מסווגת את נושא מס' 1 שעל סדר יומה של האסיפה, כעסקה שלמר גרינפלד יש בה עניין אישי. כמו כן, כאמור, במועד השלמת עסקת המכר צפויים נושאי המשרה המכהנים ב- UMI ובחברות הבנות שלה מטעם החברה, להתפטר מתפקידם ולקבל כתבי שיפוי מ- UMI וכן להיות מכוסים בפוליסת ביטוח אחריות דירקטורים ונושאי משרה בגין תקופת כהונתם ב- UMI ובחברות הבנות שלה, וזאת לתקופה של שבע שנים ממועד התפטרותם. ה"ה גרינפלד, שנור ורכטר מכהנים כנושאי משרה ב- UMI ובחברות הבנות שלה. בהתאם, ה"ה גרינפלד, שנור ורכטר עלולים להיחשב כבעלי עניין אישי בעסקת המכר, אף בשל כתבי השיפוי והכיסוי הביטוחי, אותו הם צפויים לקבל במועד השלמת העסקה. משכך, לה"ה גרינפלד, שנור ורכטר עניין אישי בנושא מס' 1 שעל סדר יומה של האסיפה (בין היתר, מאחר שרואים בהם כ"מחזיקים ביחד" עם מר גרינפלד בכל מניות קרדן יזמות). לקרדן יזמות עניין אישי מאחר והיא נשלטת על ידי ה"ה גרינפלד שנור ורכטר הנ"ל⁶.

1.4 תיאור הנכסים הנמכרים בהתאם לתקנה 3(א)(5) לתקנות בעל שליטה :

המניות הנמכרות, מהוות נכס מהותי של החברה.

לטאלדן אין כל פעילות מהותית פרט להחזקת המניות של UMI (המהוות כ- 39.1% מהון המניות המונפק והנפרע של UMI) ולקרדן שותפויות לא תהיה במועד ההשלמה כל פעילות מהותית פרט

³ ההחזקה המתוארת לעיל הינה החזקה בעקיפין באמצעות חברת ריברסייד החזקות פיננסיות בע"מ, חברה אשר התאגדה בפנמה ומצויה בבעלותו המלאה של מר שמואל ליסטנברג. יצוין, כי מר שמואל ליסטנברג הינו אחיו של מר משה ליסטנברג, אף הוא בעל עניין בחברה (כמפורט בה"ש 4 להלן). למען הזהירות בלבד יצוין, כי רעייתו של מר משה ליסטנברג הינה בתו של מר גרינפלד, מבעלי השליטה בחברה.

⁴ ההחזקה המתוארת לעיל הינה החזקה בעקיפין באמצעות חברה בריסטול קבוצת השקעות, חברה אשר התאגדה בפנמה ומצויה בבעלותו המלאה של מר משה ליסטנברג. כאמור, כי מר משה ליסטנברג הינו אחיו של מר שמואל ליסטנברג, אף הוא בעל עניין בחברה. למען הזהירות בלבד יצוין, כי רעייתו של מר משה ליסטנברג הינה בתו של מר גרינפלד, מבעלי השליטה בחברה.

⁵ יצוין, כי ה"ה גיל דויטש ורוני בירם (להלן בה"ש זו : "בעלי העניין") התקשרו עם שניים מבעלי השליטה בחברה, ה"ה אבי שנור ואיתן רכטר, וחברות בשליטתם ובבעלותם המלאות במסמך עקרונות ("מסמך העקרונות"), לפיו, אם וככל שימכרו החזקותיו בחברה של מר יוסף גרינפלד, שגם הוא אחד מבעלי השליטה בחברה (להלן בפסקה זו : "מניות גרינפלד"), במסגרת או עקב הליכי כינוס נכסים בהם הוחלל נגד מר גרינפלד ו/או במקרה בו הסכם בעלי המניות בין בעלי המניות הקיימים בחברה, שהינם ה"ה אבי שנור, איתן רכטר ויוסף גרינפלד, יסתיים מכל סיבה שהיא, יכנס לתקפו הסכם בעלי מניות חדש בין ה"ה איתן רכטר, אבי שנור ובעלי העניין. לפרטים נוספים ראה דיווח מיידי שפרסמה החברה ביום 16 באוגוסט 2015 (מס' אסמכתא : 2015-01-096987).

⁶ בנוסף ולמען הזהירות יצוין כי מר גרינפלד צפוי לסיים העסקתו כיו"ר דירקטוריון ב- UMI בתום 180 ימים (תקופת ההודעה המוקדמת) ממועד השלמת עסקת המכר ומר רכטר צפוי לסיים העסקתו כיו"ר דירקטוריון בקרדן רכב עם השלמת עסקת המכר ועל כן עשוי להיות להם עניין אישי נוסף בעסקה. עניין אישי זה למעשה עשוי לתמרץ את בעלי השליטה שלא להשלים את העסקה.

להחזקת מניות טאלדן (המהוות כ- 90% מהון המניות המונפק והנפרע של טאלדן). משכך, מניות קרדן שותפויות הנמכרות, וכן מניות טאלדן המוחזקות על ידי קרדן שותפויות, אינן מהוות לכשעצמן נכס מהותי של החברה. בהתאם, התיאור הנדרש בהתאם לתקנות 3(ה) ו-3(ו) לתקנות בעל שליטה, ניתן להלן לגבי UMI בלבד.

לתיאור UMI בהתאם להוראות התוספת השניה של תקנות בעל שליטה, ראה הדוחות המפורטים להלן, הנכללים בדוח מיידי זה כהכללה על דרך ההפניה:

- (א) סעיפים 2.3, 2.4, 5 (בכל הנוגע לתחומי "מכירת רכב" ו"ליסינג תפעולי והשכרת רכב לזמן קצר"), 9 (על תתי סעיפיו – תיאור תחום מכירת רכב ושירותים נלווים), 10 (על תתי סעיפיו – תיאור תחום ליסינג תפעולי והשכרת רכב לזמן קצר), לחלק א' (תיאור עסקי התאגיד) בדוח התקופתי של החברה ליום 31 בדצמבר, 2015, שפורסם ביום 24 במרס 2016 (מס' אסמכתא: 2016-01-013569) ("הדוח התקופתי לשנת 2015");
- (ב) סעיפים 3 ו-4 (בכל הנוגע לתחום פעילות מכירת רכב ולתחום פעילות ליסינג תפעולי והשכרת רכב לזמן קצר), להסבר הדירקטוריון על מצב עסקי החברה, שהינו חלק מדוח הדירקטוריון על מצב ענייני החברה לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר, 2015, אשר נכלל בדוח התקופתי לשנת 2015;
- (ג) סעיפים 2, 3 (ס"ק 5-7) לחלק א' (אירועים וחידושים מהותיים בעסקי התאגיד) בדוח הרבעוני של החברה ליום 31 במרץ 2016, שפורסם ביום 30 במאי 2016 (אסמכתא: 2016-01-039207) ("דוח רבעון ראשון לשנת 2016"); וכן
- (ד) סעיפים 3 ו-4 (בכל הנוגע לתחום פעילות מכירת רכב ולתחום פעילות ליסינג תפעולי והשכרת רכב לזמן קצר), 6 (בנוגע לפעילות מגזר מכירת הרכב ומגזר הליסינג התפעולי והשכרת רכב לזמן קצר) להסבר הדירקטוריון על מצב עסקי החברה, שהינו חלק מדוח הדירקטוריון על מצב ענייני החברה לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר, 2015, אשר נכלל בדוח התקופתי לשנת 2015.
- (ה) הדוחות הכספיים השנתיים של UMI ליום 31 בדצמבר, 2015, אשר צורפו לדוח התקופתי לשנת 2015, וכן הדוחות הכספיים הרבעוניים של UMI ליום 31 במרץ, 2016, אשר צורפו לדוח רבעון ראשון לשנת 2016, הנכללים בדוח מיידי זה כהכללה על דרך ההפניה.

1.5 הדרך שבה נקבעה התמורה ונימוקי ועדת הביקורת והדירקטוריון לאישור נושא מס' 1:

שווי התמורה בעסקת המכר נקבע במו"מ שנוהל בין נציגי החברה לבין נציגי חברת המזרח, בהתבסס על ניסיונה והיכרותה רבת השנים של הנהלת החברה עם תחום הרכב ועם פעילות UMI וחברות הבנות שלה, תוצאותיהן העסקיות ופוטנציאל הצמיחה שלהן. בטרם אישור עסקת המכר בוועדת הביקורת ובדירקטוריון, הוצגה בפני חבריהם הערכת שווי ל-UMI, שהוכנה על ידי מעריכי השווי נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ. העתק הערכת השווי מצורף כנספח א' לדוח זה.

בדיוני ועדת הביקורת, מיום 22 ביוני, 2016, השתתפו ה"ה מיכל נוי (דח"צ), גדעון דרמן (דח"צ) ויצחק גרוסמן.

בדיוני הדירקטוריון, מיום 23 ביוני, 2016, השתתפו הדירקטורים ה"ה יצחק גרוסמן, מיכל נוי (דח"צ) וגדעון דרמן (דח"צ).

ועדת הביקורת והדירקטוריון אישרו את התקשרות החברה בעסקת המכר, בהסתמך, בין היתר, על הנימוקים המפורטים להלן:

- (א) שווי התמורה שהוצע לחברה בגין המניות הנמכרות הינו סביר והוגן;
- (ב) התמורה תביא להקטנת המינוף והגדלת יתרת המזומנים בקופת החברה ותשמש את החברה לבחינת ביצוע השקעות חדשות בתחומים קיימים ו/או בתחומים חדשים.

(ג) ההסכמות וההגבלות שנקבעו במסגרת מזכר ההבנות, הינן הוגנות וסבירות, משקפות הסכמות מקובלות בהסכמים מסוג זה והינן לטובת החברה.

(ד) בפני האורגנים שאישרו את ההחלטה הוצגו הנסיבות שהובילו לחתימת ההסכם, תיאור נרחב של מזכר ההבנות והוראותיו והשיקולים שעמדו בבסיס אימוץ ההוראות וההסכמות הכלולות במזכר ההבנות וכן הוצגה הערכת שווי ל- UMI שנערכה על ידי צד שלישי מקצועי ובלתי תלוי.

לאור כל האמור לעיל, ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה סבורים, כי ההתקשרות בעסקת המכר הינה לטובת החברה.

1.6 האישורים הדרושים לנושא מס' 1 והתנאים שנקבעו לביצועו :

(א) התקשרות החברה בעסקת המכר כפופה לאישורי ועדת הביקורת, דירקטוריון החברה, והאסיפה הכללית של בעלי המניות שזומנה על פי דוח זה. כמו כן, כפופה השלמת העסקה בקבלת אישורים נוספים מצדדים שלישיים (ראה גם תיאור עיקרי עסקת המכר בסעיף 1.2 לעיל).

(ב) אישורי ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה התקבלו בימים 22 ביוני 2016 ו- 23 ביוני 2016, בהתאמה.

(ג) לרוב הנדרש לאישור עסקת המכר באסיפה הכללית של החברה, ראה סעיף 4.2 לדוח זה.

(ד) אישורי הצדדים השלישיים הנדרשים לאישור עסקת המכר כאמור לעיל, לא התקבלו עד למועד דוח זה. החברה מעריכה כי האישורים יתקבלו עד למועד ההשלמה.

1.7 פרוט עסקאות דומות לעסקת המכר שנחתמו בשנתיים שקדמו לתאריך אישור הדירקטוריון או שהן עדיין בתוקף במועד האישור :

בשנתיים שקדמו למועד אישור עסקת המכר על ידי ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה לא אושרו עסקאות מסוגה של ההתקשרות המוצעת או עסקאות דומות לה בין החברה לבין בעלי השליטה בה או עסקאות שלבעל השליטה בחברה עניין אישי באישורן, או שהן עדיין בתוקף.

למען הזהירות, יצוין כי ביום 22 במאי 2014 אשרה האסיפה הכללית את התקשרות החברה ביחד עם חברת המזרח בהסכם בעלי מניות בקשר עם החזקתן המשותפת ב- UMI. לפרטים נוספים, ראה דיווח מיידי שפרסמה החברה ביום 22 במאי 2014 (מס' אסמכתא: 2014-01-070452), הנכלל בדוח זה על דרך הפנייה.

1.8 שמות הדירקטורים אשר יש להם עניין אישי בנושא מס' 1 ומהות העניין האישי :

הדירקטורים שיש להם עניין אישי בנושא זה הינם ה"ה יוסף גרינפלד, איתן רכטר ואביהו בן נון, אשר לא השתתפו בדיון ובהצבעה על אישורו בדירקטוריון החברה.

למהות העניין האישי של ה"ה יוסף גרינפלד ואיתן רכטר בנושא זה שעל סדר היום, ראה סעיף 1.3 לעיל.

למר אביהו בן נון עניין אישי בהחלטה בשל החזקותיו במניות UMI באמצעות טאלדן.

2. נושא מס' 2 שעל סדר היום – תיקון הסכמי העסקה של ה"ה יוסף גרינפלד ואיתן רכטר, מבעלי השליטה בחברה

2.1 הרקע להחלטה:

- מר יוסף גרינפלד, המכהן כיו"ר דירקטוריון החברה ומר איתן רכטר, המכהן כמנכ"ל ודירקטור בחברה, הינם מבעלי השליטה בה, כהגדרת המונח "בעל שליטה" בחוק החברות. תנאי העסקתם של ה"ה גרינפלד ורכטר בקרדן ישראל (בהיקף של 75% משרה, כל אחד) כוללים שכר, תנאים נלווים ומענק שנתי תלוי רווחים של קרדן ישראל, כפי שיפורט להלן בדו"ח זימון זה.
- בנוסף לתפקידו בחברה כאמור, מכהן מר גרינפלד כיו"ר דירקטוריון UMI בהיקף משרה של 25%. בגין תפקידו כאמור, זכאי מר גרינפלד לדמי יעוץ חודשיים בסך של כ- 50 אלפי ש"ח (כ- 600 אלפי ש"ח בשנה), צמודים למדד המחירים לצרכן לחודש נובמבר 2014 ובתוספת מע"מ, כשיעורו עפ"י דין כנגד המצאת חשבונית מס כדין, אשר מוענקים לו בהתאם להסכם יעוץ בין UMI לטלרומית יזמות בע"מ, חברה בבעלותו של מר גרינפלד ("טלרומית") (להלן בסעיף זה - "הסכם הייעוץ"). בהתאם להסכם הייעוץ, זכאי מר גרינפלד לטלפון נייד ולכל התנאים הנדרשים לצורך מתן השירותים. כמו כן, זכאי מר גרינפלד להחזר הוצאות שהוצאו במסגרת תפקידו. בנוסף, מעמידה UMI למר גרינפלד רכב (מקבוצה 7) לצרכי עבודה ולשימוש האישי ונושאת בעלויות גילום המס והשימוש ברכב. הסכם הייעוץ הינו בתוקף החל מיום 1 בינואר 2015 ואלמלא UMI היתה נמכרת, היה אמור להיות בתוקף עד לחודש ספטמבר 2017. הסכם הייעוץ ניתן לסיום בהודעה מראש בת 180 ימים של צד אחד למשנהו.
- בהתאם להסכם הייעוץ, זכאי מר גרינפלד למענק שנתי תלוי רווחים מ- UMI (אשר הענקתו מותנית בתנאים שונים והינו כפוף לתקרה מקסימאלית). התקרה המקסימאלית למענק השנתי לו זכאי מר גרינפלד מקרדן ישראל ולמענק השנתי הזכאי מ- UMI **ביחד** נקבעה לסכום השווה לשניים עשר משכורות המחושבות כמכפלה של התגמול (ברוטו) שמקבל מר גרינפלד מקרדן ישראל ומ- UMI **ביחד**.
- בנוסף לתפקידו בחברה כאמור, מכהן מר רכטר כיו"ר דירקטוריון קרדן רכב, בהיקף משרה של 25%. בהתאם להסכם למתן שירותי ניהול בין מר רכטר, באמצעות שמאיט בע"מ, חברה בבעלותו ("שמאיט") לבין קרדן רכב, בגין תפקידו כאמור הוא זכאי לקבל מקרדן רכב, דמי ייעוץ חודשיים בסך של 53 אלפי ש"ח לחודש, בתוספת מע"מ, בהתאם לשיעורו על פי דין, והם משולמים כנגד המצאת חשבונית מס כדין. בהתאם לתנאים שאושרו, בנוסף לתגמול כאמור המשולם לשמאיט, נושאת קרדן רכב בכ- 50 אלפי ש"ח מהעלות השנתית בגין רכבו של מר רכטר, המשולמת על ידי קרדן ישראל. יובהר, כי מר רכטר אינו זכאי למענק שנתי מקרדן רכב, אלא מקרדן ישראל בלבד.
- התקרה המקסימאלית למענק השנתי לו זכאי מר רכטר מקרדן ישראל נקבעה לסכום השווה לשש משכורות, המחושב כמכפלה של שכרו ברוטו של מר רכטר מקרדן ישראל ומקרדן רכב **ביחד**.
- עם השלמת עסקת המכר (נושא מס' 1 שעל סדר יומה של האסיפה) ולאחר תקופת הודעה מוקדמת בת 180 ימים לה זכאית טלרומית, צפוי להסתיים הסכם הייעוץ בין מר גרינפלד וטלרומית לבין UMI ומר גרינפלד צפוי לסיים את תפקידו כיו"ר דירקטוריון UMI. **בהתאם, החל ממועד זה, לא יהיה זכאי מר גרינפלד לדמי יעוץ, תנאים נלווים והעמדת רכב מ- UMI.**
- כמו כן, עם השלמת עסקת המכר, צפוי להסתיים (מיידית) הסכם הייעוץ בין מר רכטר ושמאיט לבין קרדן רכב ומר רכטר צפוי לסיים את תפקידו בקרדן רכב. **בהתאם, לא יהיה זכאי מר רכטר לדמי יעוץ מקרדן רכב וכן קרדן רכב לא תשתתף עוד בעלויות רכבו של מר רכטר.**

- בהמשך לאמור בנוסף, ניתן לפרש את הסכמי העסקה של ה"ה גרינפלד ורכטר כך שהתקרה למענק השנתי לו זכאים מקדון ישראל בהתאם לתנאי הסכם העסקתם בקרדן ישראל (כפי שיפורט להלן), צפויה לרדת ולהיות מחושבת כמכפלה על שכרם בקרדן ישראל בלבד (ללא רכיב התגמול מ- UMI ומקדון רכב, בהתאמה).
- ועדת התגמול ודירקטוריון החברה אישרו להותיר את התקרה לחישוב המענק (והתקרה בלבד) בהתאם להסכמי העסקתם של ה"ה גרינפלד ורכטר בקרדן ישראל, כפי שהיא ערב השלמת הסכם המכר, גם בתקופה שלאחר סיום מתן שרותי הייעוץ ל- UMI ולקרדן רכב כאמור לעיל, היינו - בגובה התקרה לה היו זכאים אם היו ממשיכים לספק שרותי יעוץ ל- UMI ולקרדן רכב. ויובהר כי לא יחול שינוי ביתר רכיבי השכר להם זכאים ה"ה גרינפלד ורכטר על פי הסכמי העסקתם בקרדן ישראל או באופן חישוב המענק מקדון ישראל.
- יצוין כי תנאי כהונתם של ה"ה גרינפלד ורכטר ב- UMI ובקרדן רכב, בהתאמה, וכן תנאי העסקתם בקרדן ישראל אושרו על ידי האסיפה הכללית של החברה מיום 16.4.2015.
- להלן יפורטו תנאי העסקתם של ה"ה גרינפלד ורכטר בקרדן ישראל כפי שיהיו לאחר השלמת עסקת המכר והתיקון המוצע לתנאים כאמור:

יוסף גרינפלד

(א) מר גרינפלד מכהן כיו"ר דירקטוריון פעיל בקרדן ישראל (בהיקף של 75% משרה). החל מיום 1 באוקטובר 2014, זכאי מר גרינפלד לשכר חודשי (ברוטו) צמוד למדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט 2014, וכן לתנאים נלווים והטבות סוציאליות כמקובל בחברה⁷, לרבות 22 ימי חופשה בשנה וטלפון נייד בסך כולל של כ- 800 אלפי ש"ח בשנה. כמו כן, זכאי מר גרינפלד להחזר הוצאות סבירות במסגרת תפקידו, כמקובל בחברה. כל אחד מהצדדים יהיה רשאי לסיים את ההתקשרות בכל עת, באמצעות מתן הודעה מוקדמת בת 180 יום מראש. עלות העסקתו של מר גרינפלד בחברה בשנת 2015 עמדה על סך של כ- 820 אלפי ש"ח⁸. עלות העסקתו של מר גרינפלד בקרדן ישראל ברבעון הראשון לשנת 2016 הסתכמה לסך של כ- 185 אלפי ש"ח⁹.

(ב) בנוסף לשכר הקבוע מקדון ישראל, כמפורט לעיל, זכאי מר גרינפלד לקבל מענק בגובה 1.75% (אחוז ושבעים וחמישה מאיות האחוז) מהרווח לאחר מס של החברה בנטרול רווח נורמטיבי ובנטרול מענקים קודמים ששולמו למר גרינפלד, והכל באופן מצטבר (סיכום חשבוני פשוט של כל אחד מהסכומים האמורים לעיל) החל מהדוחות הכספיים המאוחדים של קרדן ישראל בגין הרבעון הרביעי לשנת 2014. בסעיף זה:

"**רווח לאחר מס**" - הרווח לאחר מס של החברה בהתאם לדוחותיה הכספיים המאוחדים (מבוקרים או סקורים) המיוחס לבעלי מניות החברה.

"**רווח נורמטיבי**" - רווח לאחר מס (על בסיס מאוחד המיוחס לבעלי מניות החברה) של החברה בסך של 5 מיליון ש"ח לשנה, קרי: המענק ישולם רק בגין סכומי רווח לאחר מס הגבוהים מסך של 5 מיליון ש"ח (המענק אינו משולם מ'השקל הראשון').

תנאי הסף לתשלום המענק: קיומו של אחד מבין שני התנאים הבאים:

(1) תשואה שנתית ממוצעת של 7% לפחות על ההון העצמי של קרדן ישראל, בהתאם לדוחות

⁷ למעט העמדת רכב, המהווה הטבה מקובלת בחברה, אשר כאמור, עד לסיום הסכם היעוץ מועמד על ידי UMI.

⁸ סכום זה כולל הפרשות חד פעמיות בגין ימי חופשה.

⁹ כמפורט לעיל, החל מיום 1 בינואר 2015 וכל עוד הסכם היעוץ בין טלרומית ל- UMI בתוקף, מר גרינפלד זכאי לקבל מ- UMI, באמצעות טלרומית, דמי יעוץ, רכב ותנאים נלווים. עלות שירותיו של מר גרינפלד ל- UMI בשנת 2015 הסתכמה לסך של 742 אלפי ש"ח וברבעון הראשון לשנת 2016 הסתכמה לסך של כ- 186 אלפי ש"ח. **כאמור, עם סיום הסכם היעוץ, לא יהיה זכאי מר גרינפלד לרכיבי התגמול כאמור מ- UMI (דמי ניהול, רכב ונלוות).**

הכספיים המאוחדים והסקורים או המבוקרים של קרדן ישראל, במהלך התקופה שתחילתה ביום 1 באוקטובר 2014 ועד יום 30 לספטמבר 2017 ("התקופה"). חישוב התשואה כאמור לעיל יהיה לתקופה כוללת של 3 שנים (היינו, תשואה של 21% לכל התקופה כאשר הון הבסיס יהיה ההון ליום 30 בספטמבר 2014);

(2) תשואה שנתית ממוצעת של לפחות 7% (או חלק יחסי משיעור זה) במחיר המניה המתואם (כפי שמתפרסם על ידי הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ), החל מיום 16 באפריל 2015¹⁰ ועד ליום 30 בספטמבר 2017; חישוב התשואה הסופי יהיה מצטבר לתום התקופה.

בהתאם לתנאי ההתקשרות עם מר גרינפלד, החברה בוחנת את עמידתה בתנאי הסף האמורים במועד אישור דוחותיה הכספיים השנתיים (החל מהדוחות הכספיים עבור שנת 2014) כאשר שיעור העמידה מחושב פרו ראטה בגין התקופה שעברה ממועד תחילת בחינת תנאי הסף האמורים. החברה רשאית להעניק (ובפועל מעניקה) למר גרינפלד מקדמות על חשבון המענק, אשר יקוזזו ויוחזרו (נומינלית), ככל שלא תעמוד החברה בתנאי הסף לתום התקופה (קרי ב- 30 בספטמבר 2017).

במקרה של התפטרות או פיטורין יהיה זכאי מר גרינפלד לחלק יחסי מהמענק בגין השנה הרלבנטית, עד למועד סיום יחסי עובד מעביד בין החברה לבינו. תנאי הסף יחשבו גם הם באופן מצטבר ויחסי לגבי התקופה שעד לסיום יחסי עובד מעביד כאמור בלבד.

תקרה לסכום המענק:

בהתאם לתנאי ההתקשרות עם מר גרינפלד, נקבעה תקרה לסכום המענק, לפיה סכום המענק שישולם למר גרינפלד ביחד עם המענק שישולם לו ע"י UMI, לא יעלה על סך של 12 משכורות ברוטו.

מובהר כי לצורך חישוב תקרת המענק, מחושבת משכורת ברוטו של מר גרינפלד, כסכום של (1) משכורת הברוטו שמקבל מר גרינפלד בגין עבודתו בקרדן ישראל; בתוספת (2) השכר ברוטו אותו היה מקבל מר גרינפלד מ- UMI, אם היה מועסק על ידה כעובד, הנגזר מדמי הניהול, המשולמים לו על ידי UMI. מכאן, שישנה אפשרות לפרש את ההסכם כך, שכאשר ייפסקו שרותי היעוץ שמעמיד מר גרינפלד ל- UMI צפויה התקרה להיות מחושבת על סמך משכורת ברוטו המשולמת למר גרינפלד על ידי החברה בלבד.

התקרה השנתית למענק הינה מצטברת, באופן שבמועד תשלום המענק או סכום על חשבון המענק ניתן יהיה לשלם למר גרינפלד מענק בהיקף התקרה לכל התקופה שחלפה מתחילת הבחינה (1 באוקטובר 2014) ועד מועד חישוב התשלום, בניכוי המענקים ששולמו לו קודם לכן. מובהר כי במידה והמענק יעלה על התקרה (ובמידה ש- UMI תשלם סכומים על חשבון מענק מטעמה), ישולם המענק ע"י UMI והיתרה תושלם על ידי קרדן ישראל.

בקשר עם המענק השנתי הנזכר בסעיף זה לעיל, מובהר בזה, כי במקרה בו תערוך החברה הצגה מחדש (ReStatement) של דוחותיה הכספיים וכתוצאה מהצגה מחדש כאמור יסתבר, כי הסכומים שקיבל מר גרינפלד כמענק היו גבוהים מהסכומים שהיה עליו לקבל, בהתאם לרווח השנתי, כפי שיופיע בדוחותיה הכספיים המאוחדים של החברה, לאחר ההצגה מחדש, יהיה על מר גרינפלד להשיב לחברה את הסכומים העודפים שקיבל על חשבון המענק.

סכום המענק ששולם למר גרינפלד עד כה כמקדמות על חשבון המענק מקרדן ישראל כולל סך של 262 אלפי ש"ח אשר שולם למר גרינפלד בחודש יוני 2015 בגין התקופה שמיום 1 באוקטובר 2014

¹⁰ מועד אישור האסיפה הכללית של קרדן ישראל, אשר אישרה את תנאי התגמול למר גרינפלד.

ועד ליום 31 בדצמבר 2014, ומקדמה על חשבון המענק בסך של 976 אלפי ש"ח בגין שנת 2015¹¹.

הצעת ההחלטה 2.א.:

לאשר כי החל ממועד סיום הסכם הייעוץ בין מר גרינפלד ל-UMI¹², בנוסף לשכר ולתנאים הנלווים אשר משולמים למר גרינפלד על ידי קרדן ישראל כאמור לעיל **תחושב תקרת המענק שישולם למר גרינפלד מקרדן ישראל, כסכום של: (1) משכורת הברוטו שמקבל מר גרינפלד בגין עבודתו בקרדן ישראל; (2) בתוספת (2) השכר ברוטו אותו היה מקבל מר גרינפלד מ-UMI, אם היה מועסק על ידה כעובד, הנגזר מדמי הניהול ששולמו לו על ידי UMI במועד בו הסכם הייעוץ היה בתוקף. יובהר כי עדכון סכום התקרה לבנוס כמפורט לעיל נדרש רק לתקופה שמיום סיום הסכם הייעוץ בין מר גרינפלד ל-UMI (לאחר חלוף תקופה בת 180 ימים של הודעה מוקדמת לה זכאי בהתאם להסכם הייעוץ בין טלרומית ובין UMI ממועד השלמת עסקת המכר) וככל שישתיים ועד ליום 30 בספטמבר 2017 (המועד בו תחלוף "התקופה" כהגדרתה לעיל, שהינה התקופה בת שלוש השנים ממועד אישור האורגנים המוסמכים בקרדן ישראל להענקת התגמול למר גרינפלד ובהתאם לחוק החברות, נדרש לאשרו מחדש). מלבד כאמור, לא יחולו שינויים בתנאי העסקתו של גרינפלד בקרדן ישראל לרבות בתנאי ואופן חישוב המענק.**

איתן רכטר

(א) מר איתן רכטר מכהן כמנכ"ל קרדן ישראל. החל מיום 1 באוקטובר 2014 זכאי מר רכטר לשכר חודשי ברוטו בסך של 67,100 ש"ח לחודש, צמוד למדד המחירים לצרכן לחודש אוגוסט 2015 וכן תנאים נלווים והטבות סוציאליות כמקובל בחברה (לרבות העמדת רכב מקבוצה 7, בגילום מלא¹³), טלפון נייד, ו-22 ימי חופשה בשנה. כמו כן, זכאי מר רכטר להחזר הוצאות סבירות במסגרת תפקידו, כמקובל בחברה. כאמור, עד למועד סיום הסכם הייעוץ בין מר רכטר ובין קרדן רכב תישא קרדן רכב בכ-50 אלפי ש"ח לשנה מעלות רכבו של מר רכטר. החל ממועד השלמת עסקת המכר לא תישא עוד קרדן רכב בסכום האמור וקרדן ישראל תישא בכל עלויות החזקת וגילום הרכב של מר רכטר. בהתאם להסכם העסקתו, כל אחד מהצדדים יהיה רשאי לסיים את ההתקשרות בכל עת, באמצעות מתן הודעה מוקדמת בת 180 יום מראש לצד השני. עלות העסקתו של מר רכטר בחברה בשנת 2015 עמדה על סך של כ-1,165 אלפי ש"ח. עלות העסקתו של מר רכטר בגין הרבעון הראשון לשנת 2016, הסתכמה לסך של כ-277 אלפי ש"ח¹⁴.

¹¹ כמפורט לעיל, החל מיום 1 בינואר 2015 וכל עוד הסכם הייעוץ בין טלרומית ל-UMI בתוקף, מר גרינפלד זכאי לקבל מ-UMI, באמצעות טלרומית, מענק בגובה 0.55% (חמישים וחמישה מאיות האחוז) מההפרש שבין הרווח השנתי של UMI לפני מס, בהתאם לדוחותיה הכספיים המאוחדים (מבוקרים או סקורים) של UMI לבין תשואה של 5% על ההון הממוצע של UMI.

תנאי סף לתשלום המענק האמור לעיל הינו כי התשואה על ההון הממוצע של UMI תהיה לפחות 5%. בגין שנת 2015 קיבל מר גרינפלד מ-UMI מקדמה על חשבון המענק בהיקף של כ-72 אלפי ש"ח. כאמור, עם סיום הסכם הייעוץ, לא יהיה זכאי מר גרינפלד לרכיב שכר זה.

¹² כמפורט לעיל, בהתאם להסכם הייעוץ מר גרינפלד זכאי לתקופת הודעה מוקדמת בת 180 ימים ממועד השלמת העסקה למכירת מניות UMI, שצפויה להתקיים ביום 31 ביולי 2016 או מועד מאוחר יותר אשר יוסכם בין הצדדים.

¹³ למעט סך של כ-50 אלפי ש"ח בגין עלויות העמדת הרכב, בהן נושאת קרדן רכב.

¹⁴ כמפורט לעיל, כל עוד הסכם הייעוץ בין שמאית לקרדן רכב בתוקף, מר רכטר זכאי לקבל מקרדן רכב, באמצעות שמאית דמי יעוץ. עלות שירותיו של מר רכטר לקרדן רכב בשנת 2015 הסתכמה לסך של 683 אלפי ש"ח וברבעון הראשון לשנת 2016 הסתכמה לסך של כ-172 אלפי ש"ח. כאמור, עם סיום תקופת הסכם הייעוץ, לא יהיה זכאי מר רכטר לרכיב שכר זה.

(ב)

בהתאם להסכם העסקתו בקרדן ישראל ובנוסף לשכר הקבוע הנזכר לעיל, זכאי מר רכטר למענק בשיעור 3.5% (שלושה אחוזים וחצי) מהרווח לאחר מס של קרדן ישראל בנטרול רווח נורמטיבי ובנטרול מענקים קודמים ששולמו למר רכטר, והכל באופן מצטבר (סיכום חשבוני פשוט של כל אחד מהסכומים האמורים לעיל), החל מהדוחות הכספיים המאוחדים של קרדן ישראל בגין הרבעון הרביעי לשנת 2014.

לעניין סעיף זה:

"רווח לאחר מס" - הרווח לאחר מס של קרדן ישראל בהתאם לדוחותיה הכספיים המאוחדים (מבוקרים או סקורים) המיוחס לבעלי מניותיה של קרדן ישראל.

"רווח נורמטיבי" - רווח לאחר מס (על בסיס מאוחד המיוחס לבעלי מניות החברה) של החברה בסך של 5 מליון ש"ח לשנה, קרי: המענק משולם רק בגין סכומי רווח לאחר מס הגבוהים מסך של 5 מליון ש"ח (המענק אינו משולם מ'השקל הראשון').

תנאי הסף לתשלום המענק: קיומו של אחד מבין שני התנאים הבאים:

(1) תשואה שנתית ממוצעת של 7% לפחות על ההון העצמי של החברה, בהתאם לדוחות הכספיים המאוחדים והסקורים או המבוקרים של החברה, במהלך התקופה מיום 1 באוקטובר 2014 ועד יום 30 בספטמבר 2017 ("**התקופה**"). חישוב התשואה כאמור לעיל יהיה לתקופה כוללת של 3 שנים (היינו, תשואה של 21% לכל התקופה כאשר הון הבסיס יהיה ההון ליום 30 בספטמבר 2014);

(2) תשואה שנתית ממוצעת של לפחות 7% (או חלק יחסי משיעור זה) במחיר המניה המתואם (כפי שמתפרסם על ידי הבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ), החל מיום 16 באפריל 2015¹⁵ ועד ליום 30 בספטמבר 2017. חישוב התשואה הסופי יהיה מצטבר לתום התקופה.

החברה תבחן את עמידתה בתנאי הסף האמורים במועד אישור דוחותיה הכספיים השנתיים (החל מהדוחות הכספיים עבור שנת 2014) כאשר שיעור העמידה מחושב פרו ראטה בגין התקופה שעברה ממועד תחילת בחינת תנאי הסף. החברה רשאית להעניק למר רכטר מקדמות על חשבון המענק, אשר יקוזזו ויוחזרו (נומינלית), ככל שהחברה לא תעמוד בתנאי הסף לתום התקופה (קרי ב- 30 בספטמבר 2017).

במקרה של התפטרות או פיטורין יהיה זכאי מר רכטר לחלק יחסי מהמענק בגין השנה הרלבנטית, עד למועד סיום יחסי עובד מעביד בין החברה לבינו. תנאי הסף יחושבו גם הם באופן מצטבר ויחסי לגבי התקופה שעד לסיום יחסי עובד מעביד כאמור בלבד.

התקרה לסכום המענק הינה עד לסך של 6 משכורות ברוטו.

מובהר כי לצורך חישוב תקרת המענק, מחושבת משכורת ברוטו של מר רכטר, כסכום של (1) משכורת הברוטו שמקבל מר רכטר בגין עבודתו בקרדן ישראל; בתוספת (2) השכר ברוטו אותו היה מקבל מר רכטר מקרדן רכב, אם היה מועסק על ידה כעובד, הנגזר מדמי הניהול, המשולמים לו על ידי קרדן רכב. מכאן, שישנה אפשרות לפרש את ההסכם כך, שכאשר ייפסקו שרותי הייעוץ שמעמיד מר רכטר לקרדן רכב צפויה התקרה להיות מחושבת על סמך משכורת ברוטו המשולמת למר רכטר על ידי החברה בלבד.

התקרה השנתית למענק הינה מצטברת (באופן שבמועד תשלום המענק או סכום על חשבון המענק ניתן יהיה לשלם למר רכטר מענק בהיקף התקרה לכל התקופה שחלפה מתחילת הבחינה (1) באוקטובר 2014) ועד מועד חישוב התשלום, בניכוי המענקים ששולמו לו קודם לכן.

יצוין כי במקרה בו תערוך החברה הצגה מחדש (ReStatement) של דוחותיה הכספיים וכתוצאה מהצגה מחדש כאמור יסתבר, כי הסכומים שקיבל מר רכטר כמענק היו גבוהים מהסכומים שהיה

¹⁵ מועד אישור האסיפה הכללית של קרדן ישראל, אשר אישרה את תנאי התגמול למר רכטר.

עליו לקבל, בהתאם לרווח השנתי, כפי שיופיע בדוחותיה הכספיים המאוחדים של החברה, לאחר ההצגה מחדש, יהיה על מר רכטר להשיב לחברה את הסכומים העודפים שקיבל על חשבון המענק.

עד כה שולמה למר רכטר מקדמה על חשבון המענק בסך של 166 אלפי ש"ח בגין התקופה שמיום 1 באוקטובר 2014 ועד ליום 31 בדצמבר 2014 וחלק מהמקדמה על חשבון המענק בסך של 665 אלפי ש"ח בגין שנת 2015.

הצעת החלטה 2.ב :

לאשר כי החל ממועד סיום הסכם הייעוץ בין מר רכטר לקרדן רכב¹⁶, בנוסף לשכר, להעמדת רכב בגילום מלא ונשיאה בכל עלויותיו ולתנאים הנלווים אשר משולמים למר רכטר על ידי קרדן ישראל כאמור לעיל **תחושב תקרת המענק שישולם למר רכטר מקרדן ישראל, כסכום של : (1)** משכורת הברוטו שמקבל מר רכטר בגין עבודתו בקרדן ישראל; **(2) בתוספת** השכר ברוטו אותו היה מקבל מר רכטר מקרדן רכב, אם היה מועסק על ידה כעובד, הנגזר מדמי הניהול ששולמו לו על ידי קרדן רכב במועד בו הסכם הייעוץ היה בתוקף. יובהר כי אישור עדכון סכום התקרה לבנוס כמפורט לעיל נדרש רק לתקופה שמיום סיום הסכם הייעוץ בין מר רכטר לקרדן רכב (מועד השלמת עסקת המכר), וככל שישתיים ועד ליום 30 בספטמבר 2017 (המועד בו תחלוף "התקופה" כהגדרתה לעיל, שהינה התקופה בת שלוש השנים ממועד אישור האורגנים המוסמכים בקרדן ישראל להענקת התגמול למר גרינפלד ובהתאם לחוק החברות, נדרש לאשרו מחדש). מלבד כאמור, לא יחולו שינויים בתנאי העסקתו של רכטר בקרדן ישראל לרבות בתנאי ואופן חישוב המענק.

2.2 פרטים נוספים בהתאם לסעיף 2 לתוספת הראשונה לתקנות בעל שליטה :

לפרטים בדבר התגמול ששילמה קרדן ישראל למר יוסף גרינפלד, בגין העסקתו בשנת 2015 וכן בגין העסקתו ברבעון הראשון לשנת 2016, ראה לעיל בדו"ח זימון זה וכן סעיף 8.א לדוח התקופתי לשנת 2015.

לפרטים נוספים בדבר דמי הייעוץ שקיבל מר גרינפלד (באמצעות טלרומית) מ- UMI בגין שנת 2015, בגין שירותי יעוץ שסיפק ל- UMI וכן בדבר דמי הייעוץ שקיבל מר גרינפלד מ- UMI בגין הרבעון הראשון לשנת 2016, ראה לעיל בדו"ח זימון זה וכן סעיף 8.א לחלק ד' לדוח התקופתי לשנת 2015.

לפרטים בדבר התגמול ששילמה קרדן ישראל למר איתן רכטר, בגין העסקתו בשנת 2015 וכן בגין העסקתו ברבעון הראשון לשנת 2016, ראה לעיל בדו"ח זימון זה וכן סעיף 8.א לדוח התקופתי לשנת 2015.

לפרטים נוספים בדבר דמי הניהול שקיבל מר רכטר (באמצעות שמאיט) מקרדן רכב בגין שנת 2015, בגין שירותי ניהול שסיפק לקרדן רכב וכן בדבר דמי הניהול שקיבל מר רכטר מקרדן רכב בגין הרבעון הראשון לשנת 2016, ראה לעיל בדו"ח זימון זה וכן סעיף 8.א לחלק ד' לדוח התקופתי לשנת 2015.

לפרטים בדבר כישוריהם ועיסוקיהם הנוספים של נושאי המשרה, ראה לעיל בדו"ח זימון זה וכן סעיפים 16.1 ו- 16.2 לחלק ד' לדוח התקופתי לשנת 2015, בהתאמה.

כמו כן יצוין, כי מר גרינפלד מכהן כדירקטור בקרדן ישראל החל מיום 18 באוקטובר 1990 והחל לכהן כיו"ר הדירקטוריון ביום 1 באפריל 1997. מר גרינפלד הינו נושא משרה רב-חשיבות בחברה, שותף לקביעת אסטרטגיית החברה ונמנה עם הצוות המוביל את פעילות החברה. מר גרינפלד הוא

¹⁶ כמפורט לעיל, הסכם הייעוץ צפוי להסתיים עם השלמת העסקה למכירת מניות UMI, שצפויה להתקיים ביום 31 ביולי 2016 או מועד מאוחר יותר אשר יוסכם בין הצדדים.

בעל ידע נרחב וניסיון רב שנים בניהול חברות ובעל היכרות מעמיקה עם עסקי החברה ותחומי פעילותה.

מר רכטר מכהן כדירקטור בקרדן ישראל וכמנכ"ל החל מיום 1 בינואר 2000. מר רכטר הינו נושא משרה רב-חשיבות בחברה, שותף לקביעת אסטרטגיית החברה ונמנה עם הצוות המוביל את פעילות החברה. מר רכטר הוא בעל ידע נרחב וניסיון רב שנים בניהול חברות ובעל היכרות מעמיקה עם עסקי החברה ותחומי פעילותה.

2.3 שמות בעלי השליטה אשר יש להם עניין אישי בנושא מס' 2 ומהות העניין האישי :

בעלי השליטה שיש להם עניין אישי בהתקשרות הינם ה"ה יוסף גרינפלד, איתן רכטר, אבנר שנור וקרדן יזמות הנשלטת על ידם. לפירוט הזכויות המקנות להם שליטה בחברה, ראה סעיף 1.3 לעיל.

לה"ה גרינפלד ורכטר עניין אישי בהתקשרות מאחר וההתקשרות הינה בינם לבין החברה בעדכון והבהרת הסכמי העסקתם.

למר אבי שנור עניין אישי בהתקשרות מאחר והוא צד להסכם בעלי מניות בקרדן יזמות, אשר גם ה"ה גרינפלד ורכטר צדדים לו ולקרדן יזמות עניין אישי מאחר והיא נשלטת על ידם.

2.4 הדרך שבה נקבעה התמורה :

ועדת התגמול ודירקטוריון החברה בחנו את תנאי העסקתם של ה"ה גרינפלד ורכטר, את השינויים הניכרים הצפויים בהם והשפעתם על הכנסותיהם הכוללות של ה"ה גרינפלד ורכטר ואת תנאי עסקת המכר, שבגינה צפויים השינויים כאמור ותרומתה לחברה.

ועדת התגמול ודירקטוריון החברה סברו כי השארת תקרת המענק על כנה גם לאחר סיום הסכמי היעוץ של נושאי המשרה עם UMI וקרדן רכב הינה הוגנת וסבירה ומשאירה את התגמול המשתנה של נושאי המשרה בהיקף סביר והוגן וזאת, בין היתר מהשיקולים שיפורטו בסעיף 2.7 להלן.

2.5 האישורים הנדרשים לביצוע העסקה :

2.5.1 ועדת התגמול של החברה אישרה את תיקון הסכמי ההעסקה של נושאי המשרה בישיבתה מיום 22 ביוני 2016 ודירקטוריון החברה אישר את תיקון הסכמי ההעסקה כאמור, בישיבתו מיום 23 ביוני 2016.

2.5.2 ההתקשרות טעונה אישור האסיפה הכללית, שהודעה על זימונה ניתנת בזאת בסעיף 4 להלן.

2.6 עסקאות מסוגה של העסקה שנחתמו בשנתיים שקדמו לתאריך אישור הדירקטוריון

להלן יפורטו עסקאות של החברה בקשר לתנאי כהונתם והעסקתם של בעלי השליטה בחברה וקרוביהם, שנחתמו בשנתיים הקודמות לתאריך אישור הדירקטוריון או שהינן בתוקף למועד דוח זה :

- ביום 16 במאי 2016 אישרה האסיפה הכללית של החברה, לאחר שנתקבל אישור הוועדה לביקורת ולבחינת הדוחות הכספיים ודירקטוריון החברה את הארכת התקשרות רדיו קול חי משדרים באמונה בע"מ בהסכם העסקה עם מר עדו ליבוביץ, חתנו של מר יוסף גרינפלד, שהינו אחד מבעלי השליטה בחברה וכן אישרה הענקת כתבי שיפוי לבעלי השליטה בחברה, ה"ה יוסף גרינפלד ואיתן רכטר, המכהנים כדירקטורים ונושאי משרה בקרדן רכב. לפרטים נוספים ראה דיווח מידי שפרסמה החברה ביום 16 במאי 2016 שמספר האסמכתא לפרסומו הינו 2016-01-026940.

- ביום 16 באפריל 2015 אישרה האסיפה הכללית של החברה, לאחר שנתקבל אישור וועדת התגמול ודירקטוריון החברה, את ההתקשרות עם מר יוסף גרינפלד, מבעלי השליטה בחברה, בדבר כהונתו ותנאי העסקתו של מר גרינפלד כיו"ר דירקטוריון פעיל בקרדן ישראל ובדבר שירותי ייעוץ שמעניקה חברה בשליטת מר גרינפלד ל-UMI; את ההתקשרות עם מר אלון וולקן, חתנו של מר אבי שנור, מבעלי השליטה בחברה (בעקיפין, באמצעות קרדן יזמות), בדבר כהונתו ותנאי העסקתו כמשנה למנכ"ל קרדן ישראל ויועץ כלכלי; ואת ההתקשרות עם מר איתן רכטר, מבעלי השליטה בחברה, בקשר עם תנאי כהונתו והעסקתו כמנכ"ל קרדן ישראל וכיו"ר דירקטוריון של קרדן רכב; וכן את הארכת כתבי השיפוי שהעניקה החברה לנושאי המשרה הנמנים על בעלי השליטה בחברה. לפרטים נוספים ראה דיווחים מיידיים שפרסמה החברה ביום 10 במרס 2015, ביום 30 במרס 2015, ביום 12 באפריל 2015 וביום 16 באפריל 2015 (מס' אסמכתא: 2015-01-048031, 2015-01-67441, 2015-01-077086, 2015-01-000528-ו, בהתאמה).

- ביום 22 במאי 2014 אישרה האסיפה הכללית של החברה, לאחר שנתקבל אישור הוועדה לביקורת ולבחינת הדוחות הכספיים ודירקטוריון החברה, את התקשרות UMI, בהסכם עם ראיתלון בע"מ, חברה פרטית בבעלות מלאה של מר אברהם אבנר שנור, מבעלי השליטה בחברה, המסדיר את תנאי כהונתו והעסקתו של מר שנור כדירקטור בחברת UMI. לפרטים נוספים ראה דיווחים מיידיים שפרסמה החברה ביום 12 בפברואר 2014, ביום 12 במרס 2014, ביום 7 במאי 2014 וביום 22 במאי 2014 (מס' אסמכתא: 2014-01-038128, 2014-01-012348, 2014-01-070452, 2014-01-057717, בהתאמה).

2.7 תמצית נימוקי ועדת התגמול והדירקטוריון

ועדת התגמול ודירקטוריון החברה מצאו, כי הותרת התקרה המקסימאלית למענק השנתי לה"ה גרינפלד ורכטר הינה סבירה וראויה בין היתר, לאור הנימוקים הבאים:

- המענק שאושר החל מאוקטובר 2014 הינו שיעור (1.75% אצל גרינפלד ו- 3.5% אצל רכטר) מרווחי החברה לאחר מס מעל רווח נורמטיבי. התקרה שנקבעה כמספר משכורות ברוטו נועדה ליצור הגבלת סכום שאיננה חורגת מתחום הסבירות ומשמרת תגמול מקסימאלי בהיקף דומה לתגמול שקיבלו ה"ה גרינפלד ורכטר בעבר (עד ספטמבר 2014, טרם אישור השינוי בתנאי העסקתם). היות ושיעור המענק אינו משתנה, והתגמול הינו תלוי רווחיות בחברה, ועדת התגמול והדירקטוריון מוצאים לנכון להותיר את תקרת המענק המקסימאלית בעינה.

- העסקה למכירת החזקות קרדן ישראל ב- UMI צפויה להניב לחברה רווח חד פעמי בהיקף של כ- 100 מיליון ש"ח שמגלם את צפי רווחי השנים הבאות ב- UMI. אם לא היתה מתבצעת העסקה, ה"ה גרינפלד ורכטר היו ממשיכים לקבל תגמול מ- UMI ומקרדן רכב תוך הגבלה של תקרת המענק הקיימת עד כה. ועדת התגמול והדירקטוריון סברו כי לא ראוי להפחית את גובה תקרת המענק שלהם כתוצאה מביצוע עסקה שהינה לטובת החברה ואשר למעשה הקדימה לחברה את ההנאה מרווחיות של UMI וקרדן רכב בשנים הבאות, באופן המתבטא ברווחיות חד פעמית. פגיעה בתקרת המענק שלהם כמוה כיצירת תמריץ שלילי למנהלים לבצע עסקה שהינה לטובת החברה.

- זאת ועוד, על פי רווחי החברה מהתקופה שבה נכנסו לתוקף הסדרי התגמול הנוכחיים של ה"ה גרינפלד ורכטר (אוקטובר 2014) ועד למועד דוח זה (כולל הרווח הצפוי מעסקת UMI), הם זכאים למענקים שהיקפם גבוה מהתקרה המקסימאלית לכל שלוש השנים להן אושר הסדר התגמול (אף במצב בו החברה לא תרשום רווחים כלל ממועד זה ועד לתום תקופת האישור). היות והרווחיות הזו נצברה בתקופה שבה תקרת התגמול המקסימאלית שלהם הייתה כבעבר, לא ראוי להפחית את התקרות לזכאות בשל תקופה עתידית שבה התגמול

הקבוע של ה"ה גרינפלד ורכטר צפוי להיות מופחת (יצוין שאם חלילה החברה תרשום הפסדים ניכרים בעתיד ממילא המענק שלהם יפגע היות וחשוב שיעור המענק הינו מצטבר).

למעשה, הותרת גובה התקרה המקסימאלית למענק לה"ה גרינפלד ורכטר ניתנת לתקופה עתידית קצובה בלבד (שלא צפויה לעלות על כ- 14 חודשים עבור מר רכטר ועל כ- 8 חודשים עבור מר גרינפלד), בעוד הזכאות למענק בסכום השווה לגובה תקרת המענק המקסימאלית צמחה עוד בטרם החלה תקופה זו. עלות השינוי המבוקש לתיקון תקרות המענק לא צפוי לעלות על סך מקסימאלי של כ- 330 אלפי ש"ח למר גרינפלד וסך של כ- 310 אלפי ש"ח למר רכטר.

- הותרת התקרה למענק על כנה, כפי שהיא היום, עד לתום תקופת הסכמי ההעסקה עם ה"ה רכטר וגרינפלד (ספטמבר 2017), עומדת בקנה אחד עם השיקולים שהובילו לאישור תקרת המענק על ידי האסיפה הכללית בשעתו ומשקפת נכונה מבחינה כלכלית את סך המענקים להם יהיו זכאים על בסיס מצטבר לאורך כל תקופת העסקתם, לרבות בגין מאמציהם ותרומתם לקידום העסקה למכירת החזקות החברה במניות UMI שהינה עסקה מהותית אשר תניב לחברה רווח ניכר ושלובה באסטרטגיה של החברה כחברת החזקות ותרומתם לרווחיות החברה בתקופת ההסכם.

- בפני ועדת התגמול ודירקטוריון החברה הוצגה עבודת השוואה שנערכה על ידי מנהל הפיתוח העסקי בחברה, הסוקרת את התגמול המשולם לנושאי משרה בכירה בתפקידים דומים בחברות ציבוריות דומות בשווייץ לחברה ואת השינויים בעלות התגמול הכוללת של נושאי המשרה ונמצא גם על סמך עבודת ההשוואה כי התגמול הכולל, בהתחשב בתשואות החברה ובמצבה הינו סביר והוגן.

- תיקון תנאי התגמול לנושאי המשרה אינו חורג ממדיניות התגמול, בנוסח המצורף **כנספת ב'** לדוח זה ומובא לאישור בסעיף 3 שעל סדר היום.

- אישור הותרת תקרת המענק כאמור אינה כוללת "חלוקה" כהגדרתה בסעיף 1 לחוק החברות, וכן לא קיים חשש סביר כי הותרת תקרת המענק כאמור תמנע מן החברה את היכולת לעמוד בהתחייבויותיה הקיימות והצפויות בהגיע מועד פירעון.

- ועדת התגמול ודירקטוריון החברה מצאו, כי הותרת התקרה המקסימאלית למענק השנתי לה"ה גרינפלד ורכטר הינה סבירה וראויה בין היתר, לאור כך שהתגמול המשולם לנושאי המשרה מ- UMI וקידון רכב כדמי ייעוץ בגין כהונתם כיו"ר דירקטוריון ויועץ ל- UMI וכיו"ר דירקטוריון קידון רכב, בהתאמה, כנזכר לעיל, יופסק לאחר השלמת העסקה למכירת החזקות קידון ישראל ב- UMI, בעוד שהיקף פעילותה הפיננסית של החברה לא צפוי לקטון.

2.8 שמות הדירקטורים שהשתתפו בדיונים בוועדת התגמול ובדירקטוריון

בהחלטת ועדת התגמול במסגרת הישיבה שהתקיימה ביום 22 ביוני 2016 השתתפו ה"ה מיכל נוי (דח"צ), גדעון דרמן (דח"צ) ויצחק גרוסמן.

בהחלטת הדירקטוריון, במסגרת הישיבה שהתקיימה ביום 23 ביוני 2016 השתתפו ה"ה יצחק גרוסמן, אביהו בן-נון, מיכל נוי (דח"צ) וגדעון דרמן (דח"צ).

2.9 הדירקטורים שהם בעלי עניין אישי בהתקשרות

לה"ה יוסף גרינפלד ואיתן רכטר עניין אישי בהתקשרות בשל היותם צד להסכמי ההעסקה.

3. נושא מס' 3 שעל סדר היום - אישור מדיניות התגמול לנושאי משרה בחברה ("מדיניות התגמול")

נכון למועד דוח זימון זה, מדיניות התגמול לנושאי משרה בחברה, הינה זו שאושרה על ידי האסיפה הכללית ביום 9.1.2014 וצפויה לפקוע בתום שלוש שנים, ביום 8.1.2017 (לפירוט, ראה דוח מיידי של החברה מיום 9 בינואר 2014 אסמכתא: 2014-01-010393) ("המדיניות הקיימת"). לאור הניסיון שנצבר בחברה ביישום מדיניות התגמול בתקופה שחלפה ממועד אימוץ המדיניות הקיימת, לאור התיקונים מהעת האחרונה לחוק החברות ולתקנות שהותקנו מכוחו, ולאור העובדה שתוקף מדיניות התגמול הקיימת עתיד לפקוע בעוד מספר חודשים, ועדת התגמול ודירקטוריון החברה סברו כי מן הראוי לאמץ מדיניות תגמול חדשה ומעודכנת, אשר תשמור על העקרונות שעמדו בבסיס מדיניות התגמול הקיימת, אך תעודכן על מנת, בין היתר, למלא אחר הצרכים המאפיינים את פעילות החברה ולעגן ולהטמיע את התיקונים שנעשו בחוק החברות ותקנותיו.

במועד אישור מדיניות התגמול המעודכנת על ידי הדירקטוריון, תנאי הכהונה וההעסקה של נושאי המשרה המכהנים בחברה לא חרגו ממדיניות התגמול המוצעת.

להלן העדכונים העיקריים שהוכנסו במדיניות התגמול המובאת ("מדיניות התגמול המעודכנת") לאישור ביחס למדיניות הקיימת:

- הוספת אפשרות לאשר שינויים לא מהותיים בתנאי הכהונה והעסקה של נושאי משרה הכפופים למנכ"ל על ידי המנכ"ל בלבד.
- הוספת אפשרות לאשר מענק שנתי, בהיקף שלא יעלה על 3 משכורות, לנושאי משרה הכפופים למנכ"ל החברה, בשיקול דעת המנכ"ל ובכפוף לאישור האורגנים המוסמכים בחברה, ובלבד ששך המענק השנתי שישולם לנושא המשרה לא יעלה על תקרת המענקים כמפורט במדיניות התגמול.
- הוספת אפשרות לבטח את נושאי המשרה, לרבות הדירקטורים, בפוליסת ביטוח מסוג Run-Off.
- קביעת תוקף מדיניות התגמול עד ליום 30 בספטמבר 2017.
- הנוסח המלא של מדיניות התגמול המוצעת, בסימון שינויים ביחס למדיניות הקיימת, מצורף **כנספת ב'** לדוח מיידי זה.

השיקולים העיקריים אשר הנחו את ועדת הביקורת (בכובעה כועדת התגמול) והדירקטוריון בקביעת מדיניות התגמול המעודכנת, היו, בין היתר:

- קידום מטרות החברה, תכנית העבודה שלה ומדיניותה בראייה ארוכת טווח.
- יצירת תמריצים ראויים לנושאי המשרה בחברה, בהתחשב, בין השאר, במדיניות ניהול הסיכונים של החברה, גודל החברה, רווחיותה ואופי פעילותה ותרומתו של נושא המשרה להשגת יעדיה והשאת רווחיה, בראייה ארוכת טווח ובהתאם לתפקידו של נושא המשרה.
- יצירת מסגרת כללית אחידה וברורה שתאפשר לחברה ולאורגנים שלה את היכולת לקבוע תכנית תגמול אישית לכל אחד מנושאי המשרה, על בסיס עקרונות המשותפים לכולם ותוך התאמה לניסיונו, מאפייני התפקיד של נושא המשרה וביצוע התפקיד על ידו.
- שמירת איזון ראוי בין רכיביו השונים של התגמול הפוטנציאלי ושמירה על יחס סביר ביניהם - משתנה מול קבוע וקצר טווח מול ארוך טווח, תוך שקילת השפעת התגמול על יחסי העבודה בחברה.
- לעניין תנאי כהונה והעסקה הכוללים רכיבים משתנים – תרומתו האפשרית של נושא המשרה להשגת יעדי החברה ולהשאת רווחיה, בראייה ארוכת טווח ובהתאם לתפקידו של נושא המשרה.
- לעניין תקופת מדיניות התגמול ביקשו ועדת התגמול ודירקטוריון החברה להתאים את תקופת תוקף המדיניות למועד בו ידרש לאשר מחדש את שכר לנושאי המשרה בחברה שהינם בעלי השליטה בה או קרוביהם ולדון מחדש בתנאי מדיניות התגמול באותו המועד.

הנימוקים אשר בהסתמך עליהם אישרו ועדת התגמול והדירקטוריון את מדיניות התגמול המעודכנת, כללו, בין היתר:

- טווח התגמולים לנושאי המשרה על פי מדיניות התגמול המעודכנת הינם סבירים והוגנים, וזאת בהסתמך, בין היתר, על מספרי השוואה (Benchmark) שהוצגו בפניהם.
- מדיניות התגמול המוצעת מותירה בידי החברה מתחם שיקול דעת מוגדר וראוי בבואה לקבוע את תנאי התגמול של נושאי המשרה שלה והרכבו.
- קביעת התגמולים לנושאי המשרה על פי מדיניות התגמול המעודכנת יאפשר לחברה לשמור על תחרותיות בגיוס ושימור כוח אדם איכותי לתפקידי ניהול בכירים יצירת תמריצים לשיפור ביצועיהם, הגברת תחושת ההזדהות של נושאי המשרה עם החברה ופעילותה ותוך התחשבות בתנאי השוק.
- היחס הקיים בין עלות תנאי הכהונה וההעסקה של נושאי המשרה בחברה לבין השכר הממוצע והחציוני של כלל עובדי החברה, הינו סביר וראוי, בהתחשב באופייה של החברה, גודלה ותחום עיסוקה, ואין בו כדי להשפיע לרעה על יחסי העבודה בחברה.
- שלושה מנושאי המשרה הבכירים בחברה (יו"ר הדירקטוריון, מנכ"ל ומשנה למנכ"ל) הינם בעלי השליטה בחברה או קרוביהם ותנאי העסקתם נדרשים לאישור האסיפה הכללית של החברה כעסקת בעלי שליטה. לאחרונה אושרו תנאי העסקתם כאמור באסיפה הכללית של החברה ביום 16.4.2015 (ראה דיווח מיידי של החברה מיום 16 באפריל 2015 מס' אסמכתא 000528-01-2015), הנכלל בדוח זה על דרך ההפנייה ולגבי שניים מבעלי השליטה, מובא לאישור תיקון לתנאי העסקתם בנושא מס' 2 על סדר יומה של אסיפה זו.
- במועד אישור מדיניות התגמול המעודכנת על ידי הדירקטוריון, תנאי הכהונה וההעסקה של נושאי המשרה המכהנים בחברה לא חרגו ממדיניות התגמול המוצעת¹⁷.

ההחלטה המוצעת:

לאשר את מדיניות התגמול לנושאי משרה בחברה עד ליום 30 בספטמבר 2017, בנוסח המצורף **כנספת ב'** לדוח זה.

4. סדרי האסיפה וההצבעה

4.1 **אסיפה כללית מיוחדת של החברה תתכנס ביום ה', 28 ביולי 2016, בשעה 16:00, במשרדי החברה אשר בדרך מנחם בגין 154, תל אביב, טל' לבידור: 03-6083444.**

4.2 **הרוב הנדרש לאישור הנושאים שעל סדר יומה של האסיפה**

4.2.1 בהתאם לסעיף 275 לחוק החברות הרוב הנדרש באסיפה לאישור ההחלטות המוצעות בנושאים מס' 1, 2.א. ו- 2.ב. שעל סדר יומה של האסיפה, הינו רוב רגיל מכלל בעלי המניות הנוכחים באסיפה, ובלבד שיתקיים אחד מאלה: (א) במניין קולות הרוב באסיפה הכללית יכללו רוב מכלל בעלי המניות שאינם בעלי עניין אישי באישור העסקה, המשתתפים בהצעה; במניין כלל הקולות של בעלי המניות האמורים לא יובאו קולות הנמנעים; (ב) סך קולות המתנגדים מקרב בעלי המניות האמורים בפסקת משנה (א) לא עלה על שיעור של שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה.

¹⁷ יצוין כי היחס בין הרכיבים המשתנים מתוך סך עלות שכרו של יו"ר דירקטוריון החברה שהינו גם מבעלי השליטה בחברה, חורג מהיחס הקבוע במדיניות המעודכנת ועומד על כ- 58%. תנאי העסקתו של בעל השליטה כאמור אושרו באסיפה הכללית של החברה ברוב מיוחד ביום 16.4.2015 ותיקון תנאי העסקתו מובא לאישור בנושא מס' 2 שעל סדר יומה של האסיפה נשוא דוח זה.

4.2.2 בהתאם לסעיף 267א לחוק החברות, הרוב הנדרש באסיפה לאישור ההחלטה המוצעת בנושא מס' 3 שעל סדר יומה של האסיפה, הינו רוב רגיל מכלל בעלי המניות, ובלבד שיתקיים אחד מאלה: (א) במניין קולות הרוב באסיפה הכללית ייכללו רוב מכלל בעלי המניות שאינם בעלי שליטה בחברה או בעלי עניין אישי באישור מדיניות התגמול, המשתתפים בהצבעה; במניין כלל הקולות של בעלי המניות האמורים לא יובאו קולות הנמנעים; (ב) סך קולו המתנגדים מקרב בעלי המניות האמורים בפסקת משנה (א) לא עלה על שיעור של שני אחוזים מכלל זכויות ההצבעה בחברה.

4.3 המועד הקובע לזכאות בעל מניות להשתתף ולהצביע באסיפה

המועד הקובע לעניין זכאות בעל מניה של החברה להשתתף ולהצביע באסיפה, כאמור בסעיף 182(ב) לחוק החברות ובהתאם לתקנה 3 לתקנות ההצבעה, הינו תום יום המסחר של יום ה', 30 ביוני, 2016, בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ ("המועד הקובע"), ואם לא התקיים מסחר במועד הקובע, אזי ביום המסחר הקודם לו.

4.4 אופן ההצבעה

בעל מניה זכאי להצביע באסיפה בעצמו, באמצעות בא-כוח, ובאמצעות כתב הצבעה כמשמעותו בסעיף 87 לחוק החברות ושנוסחו מצורף לדוח זימון אסיפה זו ("כתב הצבעה"). בנוסף, בעל מניה לפי סעיף 177(1) לחוק החברות (קרי – מי שלזכותו רשומה אצל חבר בורסה מניה ואותה מניה נכללת בין המניות הרשומות במרשם בעלי המניות על-שם חברה לרישומים) ("בעל מניות לא רשום") זכאי גם להצביע באמצעות כתב הצבעה אלקטרוני שיועבר לחברה במערכת ההצבעה האלקטרונית הפועלת לפי סימן ב' לפרק 2 לחוק ניירות ערך, התשכ"ח – 1968 ("הצבעה אלקטרונית", "מערכת ההצבעה האלקטרונית" ו – "כתב הצבעה אלקטרוני", בהתאמה).

יצוין, כי ההצבעה תתאפשר החל מיום למחרת המועד הקובע ועד כשש שעות לפני מועד כינוס האסיפה. עד למועד זה תהיה ההצבעה האלקטרונית ניתנת לשינוי או לביטול.

מקום בו נדחית האסיפה לאחר מועד נעילת מערכת ההצבעות האלקטרונית, כאמור לעיל, או נקבעה אסיפת המשך, לא יוכל בעל מניה אשר הצביע במערכת ההצבעה האלקטרונית לשנות את הצבעתו באמצעות המערכת. אין בקביעת אסיפה נדחית או אסיפת המשך כדי למנוע מבעל המניות, שהצביע באמצעות מערכת ההצבעה האלקטרונית באותה אסיפה, מלשנות את הצבעתו, אלא שיוכל לעשות זאת בכל אמצעי הצבעה אחר, כמפורט לעיל.

בהתאם לסעיף 83(ד) לחוק החברות, במידה והצביע בעל מניה ביותר מדרך אחת, תימנה הצבעתו המאוחרת, כאשר לעניין זה הצבעה של בעל מניה בעצמו או באמצעות שלוח תיחשב מאוחרת להצבעה באמצעות כתב הצבעה.

4.5 מנין חוקי ואסיפה נדחית

באסיפה יתהווה מנין חוקי בשעה שיהיו נוכחים, בעצמם או על ידי באי כוחם, שני בעלי מניות אשר להם 33% לפחות מזכויות ההצבעה בחברה. בעל מניות או בא כוחו, המשמש גם כשלוח של בעלי מניות אחרים, יחשב כשני בעלי מניות או יותר, בהתאם למספר בעלי המניות אותם הוא מייצג.

אם תוך חצי שעה מהמועד שנקבע לאסיפה לא ימצא המניין החוקי, תדחה האסיפה לשבוע שלאחר מכן, באותו יום, באותו זמן ומקום, מבלי שתהיה חובה להודיע על כך לבעלי המניות. באם באסיפה הנדחית לא ימצא מנין חוקי תוך חצי שעה מהמועד שנקבע לאסיפה, יהיו שני בעלי מניות הנוכחים בעצמם או ע"י באי כוחם, מנין חוקי, ויהיו רשאים לדון ולהחליט בעניינים שלמענם נקראה האסיפה.

4.6 כתב הצבעה אלקטרוני

כאמור לעיל, בעל מניות לא רשום זכאי להצביע גם באמצעות מערכת ההצבעה האלקטרונית. מערכת ההצבעה האלקטרונית תינעל שש (6) שעות לפני מועד כינוס האסיפה הכללית.

4.7 הצבעה באמצעות כתבי הצבעה והודעות עמדה

בעל מניות רשאי להצביע באסיפה הכללית לאישור ההחלטות שעל סדר היום גם באמצעות כתב ההצבעה.

ניתן לעיין בכתב ההצבעה ובהודעות העמדה כמשמעותן בסעיף 88 לחוק החברות, ככל שיינתנו, באתר ההפצה של רשות ניירות ערך ("הרשות") בכתובת: www.magna.isa.gov.il ("אתר ההפצה") ובאתר האינטרנט של הבורסה בכתובת www.tase.co.il. בעלי המניות יהיו רשאים לפנות ישירות לחברה ולקבל ממנה את נוסח כתב ההצבעה והודעות העמדה (ככל שתינתנה).

חבר הבורסה ישלח, ללא תמורה, בדואר אלקטרוני, קישורית לנוסח כתב ההצבעה והודעות העמדה (ככל שתינתנה), באתר ההפצה, לכל בעל מניות שאינו רשום במרשם בעלי המניות ואשר מניותיו רשומות אצל אותו חבר בורסה, אלא אם כן הודיע בעל המניות כי אינו מעוניין בכך או שהוא מעוניין בקבלת כתבי הצבעה בדואר תמורת תשלום דמי משלוח בלבד, ובלבד שההודעה ניתנה לגבי חשבון ניירות ערך מסוים ובמועד קודם למועד הקובע. ההצבעה תיעשה על גבי החלק השני של כתב ההצבעה, כפי שפורסם באתר ההפצה.

את כתב ההצבעה והמסמכים שיש לצרף אליו כמפורט בכתב ההצבעה, יש להמציא למשרדי החברה (לרבות באמצעות דואר רשום), בצירוף אישור הבעלות (וביחס לבעל מניות רשום - בצירוף צילום תעודת זהות, דרכון או תעודת התאגדות, לפי העניין), עד ארבע (4) שעות לפני מועד כינוס האסיפה הכללית. לעניין זה, "מועד ההמצאה" הינו המועד בו הגיע כתב ההצבעה והמסמכים המצורפים אליו, למשרדי החברה.

כמו-כן, בעל מניות לא רשום יהיה זכאי להמציא את אישור הבעלות באמצעות מערכת ההצבעה האלקטרונית, כאמור בסעיף 4.8 להלן.

המועד האחרון להמצאת הודעות עמדה לחברה על-ידי בעלי המניות של החברה הינו עשרה (10) ימים לפני מועד האסיפה. כתב הצבעה שלא צורף לו אישור בעלות (או לחלופין לא הומצא אישור הבעלות באמצעות מערכת ההצבעה האלקטרונית), או ביחס לבעל מניות רשום - שלא צורף לו צילום תעודת זהות, דרכון או תעודת התאגדות, לפי העניין, יהיה חסר תוקף.

המועד האחרון להמצאת הודעת עמדה מטעם החברה, שתכלול את תגובת דירקטוריון החברה להודעות העמדה מטעם בעלי המניות, הינו חמישה (5) ימים לפני מועד האסיפה.

בעל מניות אחד או יותר המחזיק מניות בשיעור המהווה חמישה אחוזים (5%) או יותר מסך כל זכויות ההצבעה בחברה (קרי - 4,058,375 מניות) וכן מי שמחזיק בשיעור כאמור מתוך סך כל זכויות ההצבעה שאינן מוחזקות בידי בעל השליטה בחברה (קרי - 1,068,629 מניות) זכאי, לאחר כינוס האסיפה הכללית, לעיין בכתבי ההצבעה וברישומי ההצבעה באמצעות מערכת ההצבעה האלקטרונית שהגיעו לחברה, כמפורט בתקנה 10 לתקנות ההצבעה.

4.8 אישור בעלות

בעל מניות לא רשום יהיה זכאי להשתתף באסיפה הכללית רק אם ימציא לחברה, לפני האסיפה הכללית, אישור מקורי מאת חבר הבורסה אשר אצלו רשומה זכותו למניה, בדבר בעלותו במניות החברה במועד הקובע, בהתאם לטופס שבתוספת לתקנות החברות (הוכחת בעלות במניה לצורך הצבעה באסיפה כללית), התש"ס - 2000 ("אישור הבעלות"), או לחלופין אם ישלח לחברה אישור בעלות באמצעות מערכת ההצבעה האלקטרונית. בעל מניות לא רשום, זכאי לקבל את אישור הבעלות מחבר הבורסה שבאמצעותו הוא מחזיק את מניותיו, בסניף של חבר הבורסה או בדואר אל

מענו תמורת דמי משלוח בלבד, אם ביקש זאת, ובלבד שבקשה לעניין זה תינתן מראש לחשבון ניירות ערך מסוים. כן, בעל מניות לא רשום רשאי להורות שאישור הבעלות שלו יועבר לחברה באמצעות מערכת ההצבעה האלקטרונית.

בהתאם לתקנון החברה, האישור הנ"ל יומצא לחברה לא יאוחר משני ימי עסקים לפני המועד שנקבע לכינוס האסיפה.

4.9 מינוי שלוח לאסיפה

כל בעל מניות של החברה במועד הקובע רשאי להשתתף באסיפה האמורה בעצמו או באמצעות שלוחו, אשר הוסמך כדין על פי כתב הרשאה למינוי שלוח בהתאם להוראות תקנון החברה, אותו יש להפקיד במשרדי החברה, לפחות שני ימי עסקים לפני מועד כינוס האסיפה.

4.10 זיקה או מאפיין אחר של בעל המניות

בעל מניה המעוניין להשתתף בהצבעה לאישור החלטה שעל סדר היום, יודיע לחברה לפני ההצבעה באסיפה או, אם ההצבעה היא באמצעות כתב הצבעה או באמצעות מערכת ההצבעה האלקטרונית - על גבי כתב ההצבעה, על קיומה או היעדרה של זיקה בקשר להחלטה כאמור או מאפיין אחר של בעל המניות, הכל כמפורט בחלקו השני של כתב ההצבעה המצורף לדוח זה או בכתב ההצבעה האלקטרוני. לא הודיע בעל מניה כאמור לגבי ההחלטה האמורה, לא יצביע ביחס לאותה החלטה וקולו לא יימנה.

בנוסף, יידרש כל בעל מניה המעוניין להשתתף בהצבעה, להודיע לחברה, לרבות על דרך של סימון במקום המיועד לכך בכתב ההצבעה, בכתב ההצבעה האלקטרוני ו/או בייפוי הכוח, האם הינו בעל עניין בחברה, נושא משרה בכירה, משקיע מוסדי אם לאו.

4.11 שינויים בסדר היום; המועד האחרון להמצאת בקשה לכלול נושא בסדר היום על-ידי בעל מניות

לאחר פרסום דוח זימון זה, יתכן שיהיו שינויים בסדר היום, לרבות הוספת נושא לסדר היום, עשויות להתפרסם הודעות עמדה, ויהיה ניתן לעיין בסדר היום העדכני ובהודעות העמדה בדיווחי החברה שיתפרסמו באתר ההפצה.

בהתאם לתקנות הודעה ומודעה, בקשה של בעל מניה לפי סעיף 66(ב) לחוק החברות לכלול נושא בסדר היום של האסיפה הכללית, תומצא לחברה עד שבעה ימים לאחר זימון האסיפה. הוגשה בקשה כאמור, אפשר כי הנושא יתווסף לסדר היום ופרטיו יופיעו באתר ההפצה. במקרה כאמור, תפרסם החברה כתב הצבעה מתוקן יחד עם דוח זימון מתוקן וזאת לא יאוחר משבעה ימים לאחר המועד האחרון להמצאת בקשה של בעל מניות להכללת נושא על סדר היום, כאמור לעיל.

5. סמכות רשות ניירות ערך

5.1 בתוך עשרים ואחד (21) ימים מיום הגשת דוח זה, רשאית רשות ניירות ערך ("הרשות") להורות לחברה לתת, בתוך המועד שתקבע, הסבר, פירוט, ידיעות ומסמכים בנוגע להתקשרויות נשוא דוח זה, וכן להורות לחברה על תיקון הדוח באופן ובמועד שתקבע.

5.2 ניתנה הוראה לתיקון דוח זה, רשאית הרשות להורות על דחיית מועד האסיפה כאמור בתקנות עסקת בעל שליטה.

5.3 נדרשה החברה להגיש תיקון כאמור, תשלח אותו לכל בעלי המניות ש אליהם נשלח דוח זה, וכן תפרסם מודעה בעניין זה, בדרך הקבועה בתקנות בעל שליטה, והכל זולת אם הורתה הרשות אחרת.

5.4 ניתנה הוראה בדבר דחיית מועד כינוס האסיפה, תודיע החברה בדוח מיידי על ההוראה.

6. נציג החברה לעניין הטיפול בדוח המייד

עו"ד נעמה ארליך כץ, היועצת המשפטית של החברה, דרך מנחם בגין 154 בתל אביב, טלפון 03-6083444, פקס 03-6083434.

7. עיון במסמכים הרלוונטיים

בעלי מניות המעוניינים בכך, יוכלו לעיין בכל המסמכים הרלוונטיים לדוח זה, במשרדי החברה, בדרך מנחם בגין 154, בימים א' עד ה', בין השעות 09:00-17:00, תוך תיאום מראש עם מזכירת החברה (טל': 03-6083444).

עותק של דוח זה מפורסם גם באתר ההפצה של הרשות בכתובת: www.magna.isa.gov.il ובאתר האינטרנט של הבורסה בכתובת: www.tase.co.il.

בכבוד רב,

קרדן ישראל בע"מ

באמצעות:

מר יוסף גרינפלד, יו"ר דירקטוריון

מר איתן רכטר, מנכ"ל

נספח א'

הערכת שווי

יוניברסל מוטורס ישראל בע"מ

הערכת שווי חברת יוניברסל מוטורס ישראל בע"מ (UMI)

23 ביוני 2016

תוכן עניינים

1.	אודות מעריך השווי	5
2.	תמצית מנהלים	7
2.1	תמצית מסקנות הערכת השווי	7
2.2	מקורות המידע להערכת השווי	8
2.3	תצהיר מעריך השווי	8
3.	תיאור החברה	9
3.1	רקע כללי	9
3.2	אודות קבוצת UMI ופעילותה העסקית	9
3.3	הפעילות העסקית של קרדן רכב	11
4.	תיאור הסביבה העסקית	12
4.1	שוק הרכב בישראל	12
4.2	רגולציה	17
4.3	תחום מכירות הרכבים	18
4.4	תחום השירותים הנלווים ואספקת החלפים	19
4.5	תחום הטרייד-אין	20
4.6	תחום הליסינג התפעולי	20
4.7	תחום השכרת רכב לזמן קצר	22
6.	מתודולוגיית הערכת שווי החברה	24
6.1	אודות הערכת שווי בשיטת ה-DCF (במסגרת גישת ההכנסות)	24
6.2	הערכת שווי בשיטת המכפילים (במסגרת גישת השוק)	25
7.	הערכת שווי קרדן רכב	25
7.1	הנתונים וההנחות בהערכת השווי של קרדן רכב	25
7.1.1	צד ההכנסות	25
7.1.2	צד ההוצאות	27
7.1.3	צד ההשקעות: ההשקעות בהון החוזר	28
7.1.4	צד ההשקעות: השקעות הוניות והוצאות פחת והפחתות	29
7.1.5	מיסוי	30
7.1.6	מאזן תפעולי	31
7.1.7	שיעור ההיוון	31
7.1.8	מודל הערכת שווי קרדן רכב	34
7.1.9	תוצאות הערכת השווי של קרדן רכב	35
8.	הערכת שווי UMI	36
8.1.	הערכת שווי בשיטת ה-DCF	36
8.1.1	הנתונים וההנחות בהערכת השווי של UMI	36
8.1.2	אי-הסחירות	42

- 8.1.3. מודל הערכת שווי UMI בשיטת ה- DCF 43
- 8.1.4. תוצאות הערכת השווי של UMI בשיטת DCF 44
- 8.2. הערכת שווי הפעילות בשיטת המכפילים 45
9. סיכום הערכת השווי בשיטות השונות 47

תוכן התרשימים והטבלאות

- תרשים 1: מבנה האחזקות ב- UMI וחברות מוחזקות העיקריות שלה 9
- תרשים 2: מצבת העובדים בחברת UMI 11
- תרשים 3: זירת התחרות בענף הרכב בישראל 14
- תרשים 4: צד הביקוש – שוק הרכב בישראל 14
- תרשים 5: נתחי שוק מסירות רכבים בישראל לפי יבואן 16
- תרשים 6: נתחי שוק מסירות משאיות חדשות בישראל לפי מותג בשנת 2014 17
- תרשים 7: נתחי שוק מסירות משאיות חדשות בישראל לפי מותג בשנת 2015 17
- תרשים 8: מספר מסירות כלי הרכב של UMI לפי מותג 19
- תרשים 9: מספר מסירות כלי רכב של UMI לפי סוג 19
- תרשים 10: נתח השוק של קרדן רכב בשוק הליסינג התפעולי בשנת 2015 21
- תרשים 11: נתונים על צי הרכב של החברה לליסינג תפעולי 22
- תרשים 12: נתונים על כלי הרכב להשכרה לזמן קצר של קרדן רכב 23
- תרשים 13: התפלגות סוגי לקוחות קרדן רכב לפי מאפייניהם בתחום ההשכרה לזמן קצר 23
- תרשים 14: השוויים המרכיבים את שווי UMI 24
- תרשים 15: הכנסות קרדן רכב (סולו) באלפי ₪ 26
- תרשים 16: הוצאות קרדן רכב, סולו (ללא הוצאות/הכנסות אחרות) באלפי ₪ 27
- תרשים 17: רווחיות קרדן רכב (סולו) 28
- תרשים 18: הכנסות UMI (סולו) באלפי ₪ 36
- תרשים 19: הוצאות UMI (ללא הוצאות אחרות) באלפי ₪ 38
- תרשים 20: רווחיות UMI (סולו) 38
- תרשים 21: טווחי הערכת השווי בשיטות ובנקודות חתך שונות של UMI (מיליוני ₪) 47

טבלה 1: קרדן רכב השקעות בהון חוזר נטו (מיליוני ₪)	29
טבלה 2: קרדן רכב - השקעות הוניות והוצאות פחת והפחתות (מיליוני ₪)	30
טבלה 3: מאזן תפעולי - קרדן רכב - נכסים והתחייבויות פיננסיות נטו (אלפי ₪)	31
טבלה 4: הפרמטרים לחישוב מחיר ההון המשוקלל עבור קרדן רכב	33
טבלה 5: מודל הערכת השווי בשיטת ה- DCF עבור קרדן רכב (במיליוני ₪)	34
טבלה 6: ניתוחי רגישות על הפרמטרים השונים בשיטת ה- DCF עבור קרדן רכב (מיליוני ₪)	35
טבלה 7: UMI השקעות בהון חוזר נטו (מיליוני ₪)	39
טבלה 8: UMI - השקעות הוניות והוצאות פחת והפחתות (מיליוני ₪)	40
טבלה 9: שיעורי המיסוי האפקטיביים של UMI (מיליוני ₪)	40
טבלה 10: מאזן תפעולי - נכסים והתחייבויות פיננסיות עבור הפעילות בישראל (אלפי ₪)	41
טבלה 11: הפרמטרים לחישוב מחיר ההון המשוקלל עבור UMI	42
טבלה 12: מודל הערכת השווי בשיטת ה- DCF עבור UMI (מיליוני ₪)	43
טבלה 13: ניתוחי רגישות על הפרמטרים השונים בשיטת ה- DCF עבור UMI (מיליוני ₪)	44
טבלה 14: שווי דמי הניהול המהוונים בתחזית (מיליוני ₪)	44
טבלה 15: הערכת שווי של UMI בשיטת המכפילים (מיליוני ₪)	46

1. אודות מעריך השווי

העבודה בוצעה על ידי צוות של אנשי מימון וכלכלנים מחברת נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני, בראשות השותף המייסד של החברה, ד"ר רועי שלם. ד"ר רועי שלם הוא בעל ניסיון נרחב בכתיבת חוות כלכליות והערכות שווי מסוגים שונים. להלן תמצית קורות חיים וניסיון מקצועי.

השכלה

2010	אוניברסיטת תל-אביב	PhD (דוקטורט) בכלכלה
2007	Northwestern University	Fulbright Visiting Scholar
2002	אוניברסיטת תל-אביב	MA בכלכלה בהצטיינות, בהתמחות של כלכלה פיננסית
1998	אוניברסיטת תל-אביב	BA בכלכלה וניהול בהצטיינות

ניסיון מקצועי באקדמיה

- [2014 - כעת] מנהל משותף של פורום הגבלים עסקיים ורגולציה באוניברסיטת תל-אביב.
- [2010 - כעת] מרצה בבית הספר למנהל עסקים באוניברסיטת תל-אביב לתלמידי תואר שני במסלול ה-MBA בקורסים שונים: ארגון תעשייתי, הסדרי חוב ומבוא למימון.
- [2012 - כעת] מרצה בקורס מדיניות מיקרו-כלכלית לתלמידי תואר ראשון בכלכלה באוניברסיטת תל-אביב ובמרכז הבינתחומי בהרצליה.
- [2013 - 2015] מרצה בקורסים כלכלת ביטוח ומימון חברות לתואר שני בכלכלה במכללה למנהל.
- [2011] מרצה בקורס סוגיות בכלכלה יישומית בבית הספר לכלכלה באוניברסיטת תל-אביב.
- [2006 - 2009] עוזר מחקר לפרופ' יוסי שפיגל ופרופ' קונרד שטהל.
- [2002 - 2007] עוזר הוראה בבית הספר למנהל עסקים ובית הספר לכלכלה באוניברסיטת תל-אביב במגוון קורסים: תורת המשחקים וכלכלת אינפורמציה, תיאוריה מיקרו כלכלית, חשבונאות כלכלנים, נושאים בכלכלת ישראל, ניהול פיננסי מתקדם.
- [2000] עוזר הוראה בקורס תפעול הייצור (תפ"י) במכללה האקדמית תל-אביב יפו.

ניסיון מקצועי נוסף

- [2012 - כעת] שותף מייסד בחברת נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני, המספקת מענה מקיף לבעיות מורכבות הדורשות מגוון רב-תחומי של מומחיות בתחומים כלכלה, מימון וחשבונאות:
 - ניתוח כלכלי של היבטי תחרות ורגולציה.
 - חוות דעת כלכליות להליכים משפטיים.
 - הערכות שווי חברות, נגזרים ומכשירים פיננסיים מורכבים, לרבות חוב.
 - ניהול סיכונים לחברות ובפרוייקטים ותיקוף מודלים עבור מוסדות בנקאים.
 - יישומים של פתרונות מתחום תורת המשחקים, לרבות ניתוח מכרזים.
- [2009 - 2012] במשך 3.5 שנים מנהל (Manager) בחברת הייעוץ הכלכלי גיזה זינגר אבן. מנהל צוות כלכלנים. ראש תחום כלכלה יישומית, כולל אחריות על נושאי ההגבלים העסקיים והרגולציה, וכתיבת חוות דעת מומחה שהוגשו לבית המשפט (לרבות מתן עדות בבית המשפט). חוות דעת כלכליות לדוחות כספיים של חברות ציבוריות ואחרות.

[2000 - 2005] קצין מטה במדור ניתוחים כלכליים ושכר במחלקת תקציבים ובקרה באגף הטכנולוגיה והלוגיסטיקה (אט"ל) במטה הכללי של צה"ל. התפקיד כלל ניהול תקציב השכר באט"ל, בהיקף של מיליארדי שקלים בשנה; ניתוחים כלכליים חוצי ארגון; הנחיה וביקורת על כלל הניתוחים הכלכליים של כלכלני אט"ל; ופיתוח של תוכנות שונות בתחום ניהול תקציב. בוגר בה"ד 1 (בית הספר לקצינים). צל"ש אלוף.

[1999 - 2000] ראש צוות פיתוח ב- R.E.L.S., בית תכנה לכלים פיננסיים ממוחשבים ותוכנות ניהול.

נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני בע"מ מספקת מענה מקיף לבעיות מורכבות הדורשות מגוון רב-תחומי של מומחיות בתחומי הכלכלה, המימון והחשבונאות. ייחוד החברה הוא בעומק האקדמי שמביאים איתם שותפי החברה (Co-Founders) ושותפיה העסקיים (Affiliates). שותפי החברה הינם מומחים אקדמאים בעלי ניסיון יישומי נרחב בייעוץ לחברות בהקשר של פרויקטים כלכליים ומימוניים מורכבים וכן ניסיון אקדמי רב-שנים. בנוסף, החברה מאגדת במסגרתה חלק מהמומחים האקדמאים המובילים בארץ בתחומי הכלכלה, המימון והחשבונאות.

2. תמצית מנהלים

1. נתבקשנו על-ידי חברת קרדן ישראל בע"מ (להלן: "קרדן ישראל") להעריך את שווי חברת יוניברסל מוטורס ישראל בע"מ (להלן: "UMI" או "קבוצת UMI" או "החברה") לתאריך 31/03/2016 (להלן: "תאריך הערכת השווי" או "תאריך החתך"), במסגרת מכירת מניות UMI שבבעלותה של קרדן ישראל לחברת המזרח לאחזקות (1984) בע"מ (להלן: "חברת המזרח"), שהיא בעלת מניות שותפה ב-UMI.

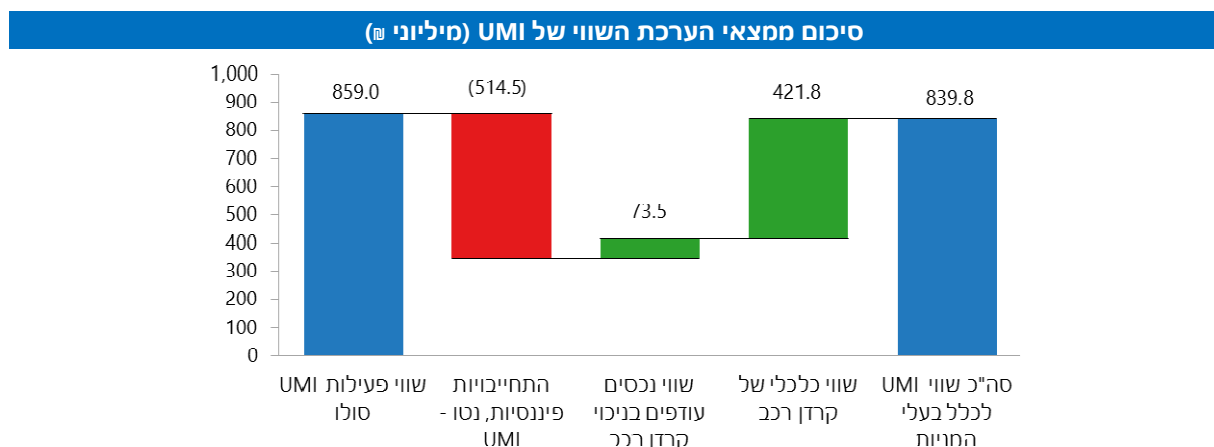
2.1. תמצית מסקנות הערכת השווי

2. להערכתנו, ולמיטב שיקול דעתי, שיטת ה-DCF מניבה את האומדן הטוב ביותר במקרה זה לשווי הכלכלי של ההון העצמי של UMI. השווי, נכון לתאריך 31/03/2016, נע בטווח שבין 811.4 מיליון ש"ח ל- 871.7 מיליון ש"ח, כתלות בהנחות שונות לגבי שיעור הצמיחה הפרמנטטי של החברה. מתודולוגיות נוספות תומכות בטווח שווי זה. האומדן הנקודתי לשווי, בהתבסס על שיטת DCF, הינו 839.8 מיליון ש"ח. שוויים אלה כוללים דמי ניהול לבעלי המניות:



3. הערה: באם הערעורים של קרדן רכב לגבי שומות מס לא יתקבלו, אזי קרדן רכב תצטרך להפריש עוד 25 מיליון ₪ בגין חבות מס, והשווי דלעיל יפחת ב- 25 מיליון ₪.

4. להלן תחשיב שווי החברה, נכון לתאריך החתך, לאחר שיקול מכלול ההיבטים המתוארים במסמך זה:



2.2. מקורות המידע להערכת השווי

5. ככלל, הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות בשיקול הדעת הסובייקטיבי של המערך. ידוע ללקוח כי העבודה הינה בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואינה מהווה קביעת עובדה, הצהרה או המלצה לביצוע עסקה או לכל עניין אחר. תחזיות מתייחסות למאורעות עתידיים ומתבססות על הנחות סבירות ליום התחזית. הנחות אלו עשויות להשתנות על פני תקופת התחזית, ועל כן תחזיות אשר נערכו לימי ההערכה עשויות להיבדל מהתוצאות בפועל או מהערכות שתעשנה במועד מאוחר יותר. על כן לא ניתן להתייחס לתחזיות שנערכו ברמת הביטחון המיוחסת לנתוני דוחות כספיים מבוקרים. אין אני מביע דעה באשר להתאמת התחזיות שנערכו על ידי הלקוח או על ידי מי מטעמכם, לתוצאות כפי שתקבלנה בפועל.
6. במהלך הכנת חוות הדעת ובגיבוש עמדתה, הנחתי כי המידע והנתונים שהובאו לידיעתי הוכנו בתום לב והינם נכונים, שלמים ומדויקים בכל היבטיהם, ומבוססים על ההערכות והאומדנים הטובים ביותר של הלקוח. לא ביצעתי אימות או בדיקה או סקירה עצמאית או בלתי תלויה של המידע והנתונים שהובאו לידיעתי לצורך הכנת חוות הדעת. עוד הנחתי והתבססתי על כך כי המסמכים, הנתונים והמידע האמורים וכן כל מסמך נוסף אשר הועבר אליה הינו בנוסחם הסופי ולא נעשו בהם שינויים לאחר שהתקבל על ידה.
7. בפרט, הערכת השווי הכלכלית של החברה התבססה על מידע ו/או הסברים ו/או תחזיות ו/או מצגים שנתקבלו מהחברה ו/או ממי מטעמה, וכן נערכו שיחות ושיבות עבודה עם החברה לגבי אירועים, תהליכים קשורים, ונושאים נוספים שמצאנו לנכון לסקור לשם הכנת הערכת שווי זו. כמו כן, במהלך העבודה נעשה שימוש בנתונים ופרסומים ציבוריים, במקורות שונים מהספרות הכלכלית, כפי שיתואר בעבודה, ובין היתר נעשה שימוש במקורות המידע הבאים:
 - דוחות כספיים של קרדן ישראל בע"מ;
 - דוחות כספיים של יוניברסל מוטורס ישראל בע"מ;
 - דוחות כספיים של קרדן רכב בע"מ;
 - דוחות הנהלה של החברה ותחזיותיה;
 - נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה;
 - מאגר המידע של פרופסור Aswath Damodaran.

2.3. תצהיר מעריך השווי

אני מאשר בזה כי אין לי עניין אישי בפעילות החברה, למעט העובדה שאנו מקבלים שכר טרחה עבור חוות דעת זאת. שכר טרחתנו אינו מותנה בתוצאות הערכת השווי.


ד"ר רועי שלם

23/06/2016

3. תיאור החברה

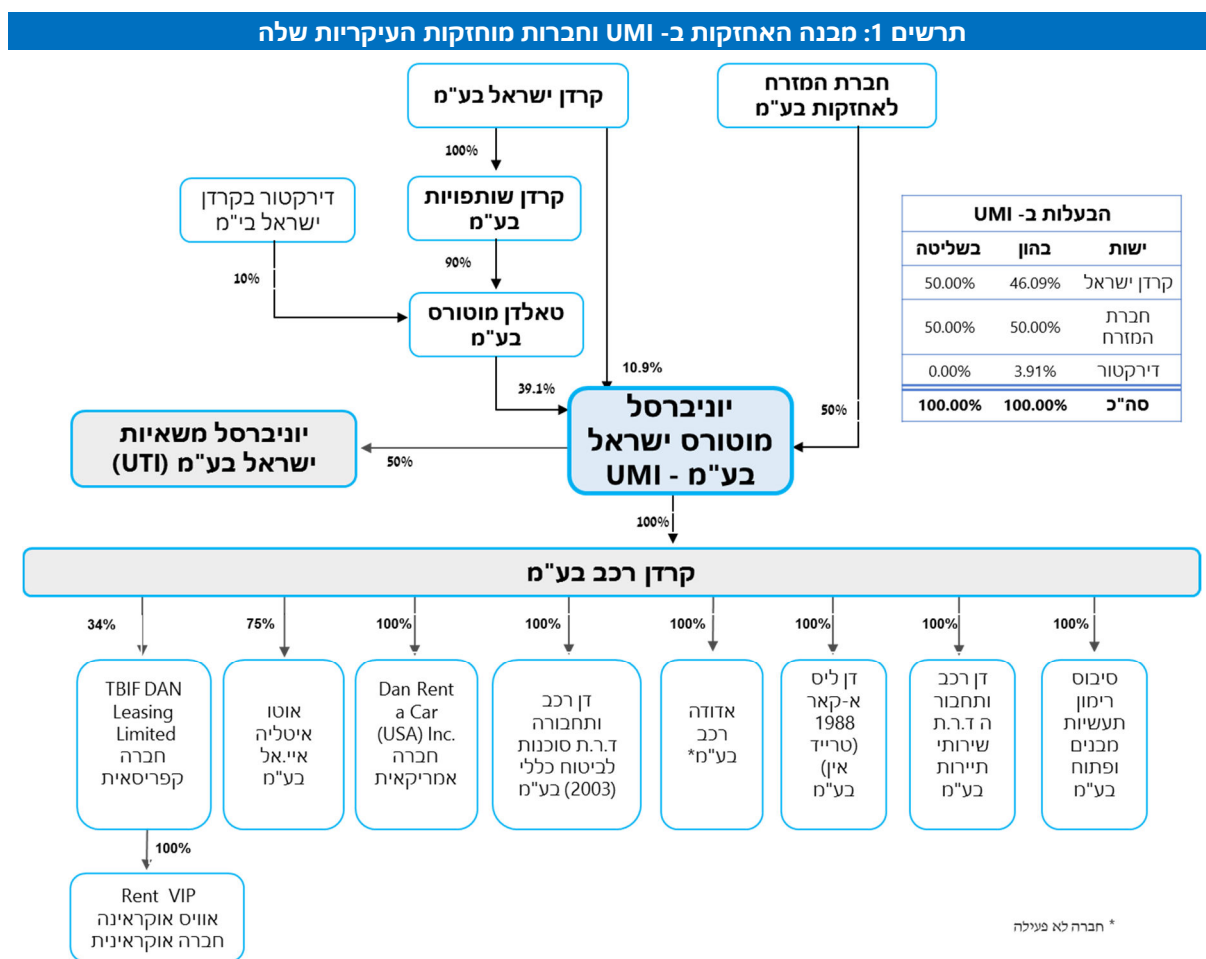
3.1. רקע כללי

8. חברת קרדן ישראל וחברת המזרח, המחזיקות בקבוצת UMI, מבקשות לבצע ביניהן עסקה, המוגדרת כעסקת בעלי עניין, במסגרתה, קרדן ישראל תמכור את מלוא אחזקתה בקבוצת UMI לחברת המזרח.

3.2. אודות קבוצת UMI ופעילותה העסקית¹

9. קבוצת UMI הינה חברה פרטית שהתאגדה בישראל בשנת 1993, ואשר סניפיה הראשיים ממוקמים בראשון לציון. פעילותה העסקית של UMI מתרכזת, בין במישרין ובין בעקיפין, ביבוא, מכירה, טרייד-אין והשכרה של כלי רכב, וכן מתן שירותים נלווים לרכבים כגון חלפים ותחזוקה.

10. להלן מבנה האחזקות בחברה וחברות הבת העיקריות של החברה:²



מקור: נתוני החברה ועיבודי נומריקס • תרשים זה אינו כולל חברות לא מהותיות, כפי שצוין בדוח הכספי של קרדן ישראל בע"מ לשנת 2015. • בכ- 10% ממניות טאלדן מחזיק מר אביהו בן נון, המכהן בין היתר, כדירקטור בקרדן ישראל.

11. בבעלותה של קבוצת UMI חברות המוחזקות על-ידיה, לרבות חברת קרדן רכב בע"מ (להלן: "קרדן רכב")

¹ מתוך דוח תקופתי לשנת 2015, יוניברסל מוטורס ישראל בע"מ.

² בין יתר החברות המוחזקות של החברה ניתן למנות את חברות: שגיא מוטורס סנטר 2007 בע"מ; יו.אם.איי. מרכז שירותי חיפה בע"מ; וכהן מוטורס חדרה בע"מ - חברות העוסקות בניהול מוסך והפצת כלי רכב של החברה ושהן בבעלותה המלאה של החברה.

או "אוויס" וחברת יוניברסל משאיות ישראל בע"מ (להלן: "UTI"), כאשר העיקרית שבהן היא קרדן רכב – העוסקת בתחומי הליסינג התפעולי והשכרת הרכב לזמן קצר, ואשר נרכשה במלואה מהציבור בשנת 2014 ע"י UMI. בהתאם לכך, נמחקו מניות קרדן רכב מהמסחר בבורסה והיא מוגדרת כחברה פרטית מסוג "תאגיד מדווח" כיוון שלקרדן רכב אגרות חוב הרשומות למסחר בבורסה. נכון למועד הערכת השווי קרדן רכב היא בבעלות מלאה של UMI.

12. כמו כן, נכון למועד הערכת השווי קרדן ישראל מחזיקה בכ- 10.94% ממניות UMI במישרין, וכן במלוא הונה המונפק של קרדן שותפויות בע"מ, המחזיקה בכ- 90% מהונה המונפק של טאלדן מוטורס בע"מ, כאשר האחרונה מחזיקה בכ- 39.06% מהונה המונפק של UMI במישרין. סה"כ בשירשור, קרדן ישראל מחזיקה בכ- 46.09% מ- UMI, עם שליטה שווה ביכולת למנות דירקטורים.

13. 50% מהון המניות של UMI מוחזק על-ידי חברת המזרח, עם שליטה שווה ביכולת למנות דירקטורים.

14. כ- 3.91% מהון המניות של UMI מוחזקים על-ידי דירקטור בקרדן ישראל בע"מ, דרך אחזקה של כ- 10% בטאלדן מוטורס בע"מ, ללא שליטה.

15. ל- UMI חברות מוחזקות שונות, בין במישרין ובין בעקיפין דרך חברות בת. עיקר הפעילות העסקית של החברה נובע במסגרת פעילותה של UMI עצמה ובמסגרת קרדן רכב (חברת בת) ו- UTI (חברה כלולה).

16. נכון למועד הערכת השווי UMI עוסקת בשני ענפי פעילות עיקריים באופן ישיר: מכירות רכב; ואספקת שירותים נלווים, חלפים ושירותי מוסכים. באופן עקיף, באמצעות קרדן רכב, החברה פועלת בשני תחומים נוספים: פעילות הליסינג התפעולי, פעילות השכרת הרכב לזמן קצר, ופעילות טרייד-אין;³

16.1. **פעילות מכירת רכב** – במסגרת פעילות זו החברה עוסקת ביבוא ושיווק של כלי רכב מתוצרת General Motors Company (להלן: "GM") תחת המותגים: "שבדולט" ו-"קאדילק" ושל כלי רכב מתוצרת "איסוזו".

כמו כן, החברה מייבאת ומשווקת משאיות קלות ובינוניות מתוצרת איסוזו בקטגוריית 6.5-14 טון⁴ במסגרת חברת UTI - המוחזקת בבעלות שווה יחד עם חברת תעבורה אחזקות בע"מ. בנוסף, החל משנת 2014 UTI החלה לייבא ולשווק אוטובוסים המבוססים על איסוזו.⁵

באמצעות חברת מוחזקת ומשורשרת – אוטו איטליה אי.י. אל בע"מ החברה מייבאת בנוסף את מותגי הרכבים של פרארי ומזראטי.

פעילות מכירת כלי הרכב השונים היוותה כ- 40% מהיקף פעילותה של UMI נכון לסוף שנת 2015.

16.2. **פעילות שירותים נלווים ואחרים** – במסגרת פעילות זו החברה מייבאת ומשווקת חלפים לכלי רכב המיובאים על ידיה, וכן מספקת להם שירותי תחזוקה ותיקונים באמצעות מוסכים מורשים בבעלותה ובאמצעות מוסכים מורשים המופעלים על ידי זכיינים ושירותי ביטוח. בנוסף, משווקת UMI חלפים

³ עד ינואר 2016 פעילות הטרדיד-אין הייתה ישירות במסגרת פעילות UMI והחל ממועד זה הפעילות הועברה לקרדן רכב.

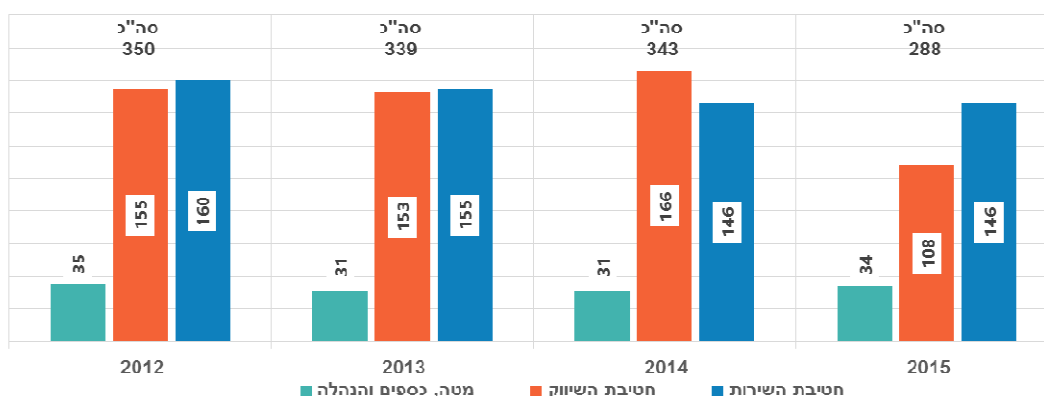
⁴ מקור: אתר האינטרנט של יוניברסל משאיות ישראל: <http://www.uti.co.il>

⁵ UTI מספקת גם שירותי מוסך, חלקי חילוף וטרייד-אין למשאיות שהיא מספקת ללקוחותיה.

למפיצים עצמאיים וללקוחות פרטיים. נכון לסוף שנת 2015, פעילות זו היוותה כ- 53% מהיקף פעילותה של UMI, מתוכם כ- 45% בגין פעילויות ליסינג תפעולי והשכרת כלי רכב המבוצעות על ידי קרדן רכב.

17. נכון לסוף שנת 2015 היו מועסקים בחברה 288 עובדים. מצבת עובדים זו נמוכה ממצבת העובדים בשנת 2014, כאשר הירידה מיוחסת לקיטון בחטיבת השייווק, לאור העברת פעילות הטרייד-אין, הכוללת במסגרת זו 52 עובדים, מפעילות ישירה תחת UMI לפעילות במסגרת קרדן רכב.

תרשים 2: מצבת העובדים בחברת UMI



מקור: דוחות כספיים של קרדן ישראל בע"מ

3.3. הפעילות העסקית של קרדן רכב

18. קרדן רכב הוקמה בשנת 1986 כחברה פרטית וב- 1993 נרשמו מניותיה למסחר בבורסה בתל-אביב, ובשנת 2014 מניותיה חדלו להיסחר לאחר שהצעת הרכש על-ידי UMI נענתה. נכון למועד הערכת השווי קרדן רכב הינה בבעלותה המלאה של UMI, והיא מסווגת כ"חברה מדווחת" לאור אגרות החוב שלה שנסחרות.

19. במסגרת פעילותיה השונות לקרדן רכב בבעלות בזיכיון מטעם Avis Budget EAMEA, המתיר לה לעשות שימוש בישראל בשיטת Avis ולפעול כסוכנה של Avis לקבלת הזמנות להשכרת רכב ברחבי העולם. הזיכיון תקף עד ל- 31/12/2016, עם כוונתה של החברה להאריכו. מכאן שקרדן רכב פועלת תחת המותג "Avis". (פעילויות אלו יקראו להלן: "Avis").

20. נכון למועד הערכת השווי, קרדן רכב פועלת בשלושה ענפי פעילות עיקריים, ששניים מהם – הנוגעים להשכרת רכבים, הם במסגרת פעילות ה-Avis:

20.1. **ליסינג תפעולי** – בפעילות זו, שהינה העיקרית בפעילותה של קרדן רכב, מושכרים כלי רכב פרטיים ומסחריים, בעיקר ללקוחות עסקיים, תמורת תשלום חודשי קבוע, בדרך כלל לתקופה של 36 חודשים. במסגרת הליסינג התפעולי, קרדן רכב מספקת ללקוח חבילת שירות, הכוללת רכב, שירותי מוסך, רישוי, ביטוח חובה, פטור מתשלום נזק במקרה תאונה או גניבה, רכב חלופי, שירותי דרך ושירותי שינוע באמצעות מאגר נהגים. בתום תקופת ההשכרה מוכרת קרדן רכב את כלי הרכב שהושכר.

20.2. **השכרת רכב לזמן קצר** – בפעילות זו קרדן רכב משכירה כלי רכב פרטיים ומסחריים, לישראלים ולתיירים, לתקופות משתנות (מיום ועד שנה) ובתעריפים משתנים ובתום תקופת ההשכרה מוכרת קרדן רכב את כלי הרכב.

20.3. **פעילות הטרייד-אין (Trade In)** – במסגרת פעילות זו החברה עוסקת ברכישת כלי רכב משומשים, של מותגי UMI ומותגים אחרים, מלקוחות פרטיים ומוסדיים ומכירתם לצדדים שלישיים, הכוללים לקוחות פרטיים וסוחרים מכוניות. פעילות זו אף תומכת בפעילות מכירות הרכבים החדשים של החברה, תוך טרייד-אין של הרכבים המשומשים של הלקוחות ברכבים החדשים ש- UMI מציעה. נכון לסוף 2015 פעילות הטרייד-אין היוותה כ- 7% מהיקף פעילותה של UMI. החל מינואר 2016 (כמצוין בדוחות הכספיים), פעילות זו הועברה תחת קרדן רכב באמצעות חברת בת דן-ליס א-קאר (טרייד אין) בע"מ (להלן: "דן ליס"), כך שהיא נשארה סינרגטית, גם כאמצעי שיווקי, עם פעילותה של UMI.

21. כמו כן, על-פי הדוח הכספי של קרדן ישראל לשנת 2015, לקרדן רכב פעילויות נוספות שאינן מהותיות בעסקיה, ביניהן בבעלות קרדן רכב 75% מחברת אוטו איטליה אי.אל. בע"מ, שהיא בעלת הזיכיון לייבא רכבי עלית ממותגי פרארי ומזראטי.

22. בנוסף נציין כי ביום 14 באפריל 2016 פרסמה סטנדרד & פורס מעלות בע"מ דוח דירוג עדכני בו היא אשררה את הדירוג של קרדן רכב ב- A/Stable אולם אופק הדירוג/תחזית שונה לשלילי.⁶

4. תיאור הסביבה העסקית

23. באופן גס ניתן לחלק את תעשיית הרכב העולמית לכ- 15 קונצרני תעשיות רכב גדולים הממוקמים בעיקר באירופה, צפון אמריקה, סין והמזרח הרחוק. בשנים האחרונות אנו עדים להתפתחות מהירה של שוק הרכב הסיני וככל ששוק זה יצמח, כך צפוי שתגדל השפעתו על יצרני הרכב הבינלאומיים, שיידרשו להתאים כלי הרכב לטעמים של הצרכנים הסינים.

24. בענף הרכב העולמי קיימת מגמת קונסולידציה, בפרט לאור המשבר העולמי בשנת 2008, הבאה לידי ביטוי בכך שבעקבות רכישות ומיזוגים, מספר יצרני כלי הרכב בעולם הולך ומתמעט ומסתכם כיום בכ- 15 יצרנים עיקריים לעומת כ- 30 יצרנים לפני כעשור.

4.1. שוק הרכב בישראל

25. שוק הרכב בישראל מורכב מתתי-שוקים רבים שונים ותומכים ולכן קצרה היריעה מלתאר את כל צדדיו של השוק. עם זאת, להלן יתואר מבנה שוק הרכב בתמצית ואת פעילות החברה במסגרתו.

26. ניתן לחלק את שוק הרכבים בישראל למספר מקטעים הנבדלים במאפייניהם, כגון קהל היעד, מחירים, רמת התערבות ממשלתית, שחקנים בתחום ועוד. ההיקף הכולל של הפעילות הכלכלית בענף הרכב על מקטעיו השונים נאמד בלמעלה מ- 100 מיליארד ₪ בשנה.⁷ ברמה הכללית ביותר ניתן לחלק את שוק הרכב

⁶ מקור: דוח כספי ל Q1 של 2016, קרדן רכב בע"מ, עמ' 3. וכן הודעת דירוג של Standard & Poor's Maalot, קרדן רכב בע"מ, מיום ה- 14/04/2016.
⁷ מקור: דוח הוועדה לשינוי חברתי כלכלי, 2011.

לפי שני תחומים עיקריים: תחום "אספקת הרכב" ותחום "אספקת שירותים משלימים" החופפים ביניהם מבחינת הגורמים הפועלים בתחומים אלו.

27. **תחום אספקת הרכב** בישראל מורכב ברמת המאקרו משלושה שווקים עיקריים כדלקמן:⁸

27.1. **השוק הראשוני:** הינו שוק המכוניות החדשות (רכבי "יד ראשונה"). מחירי הרכבים בשוק זה נקבעים במשא ומתן בין היצרנים בחו"ל לבין יבואני הרכב בישראל.

27.2. **שוק ההחכרה וההשכרה** ("ליסינג") תפעולי או/ו מימוני, כאשר הלקוחות הם עסקיים ופרטיים.

27.3. **השוק המשני:** הינו שוק המכוניות המשומשות, והוא מתנהל כשוק משוכלל בעל מגוון רחב של כלי רכב משומשים באיכויות, בגילאים וברמות מחירים שונות. בשוק זה המעורבות הממשלתית היא נמוכה הרבה יותר מאשר השוק הראשוני והלקוחות הן ברוב המוחלט לקוחות פרטיים.

27.4. לאור ההבדלים המהותיים בין עלויות הרכבים בשוק הראשוני והמשני, בפרט לאור המעורבות הממשלתית הגבוהה והמיסוי הגבוה בשוק הראשוני, הנאמד בכ- 90%-93%,⁹ מספר המכוניות החדשות הנרכשות בישראל הוא נמוך בהשוואה למדינות אחרות.¹⁰

28. **תחום אספקת השירותים** מכיל את השירותים ההיקפיים לשימוש ברכב והוא מורכב מהשווקים הבאים:

28.1. **שוק החלפים לרכבים** הכולל ייבוא, ייצור ושיווק של חלקי חילוף לרכבים. הביקוש לחלפים נובע לרוב משבר או קלקול או בלאי של החלקים השונים ברכב. בשנים הראשונות של חיי הרכב היבואן מספק אחריות לחלפים באמצעות סוכנויות וסוכנויות משנה מורשות, כמו כן, קיימים שחקנים נוספים כגון סוחרים ומשווקי חלפים, חברות הליסינג וחברות הביטוח.

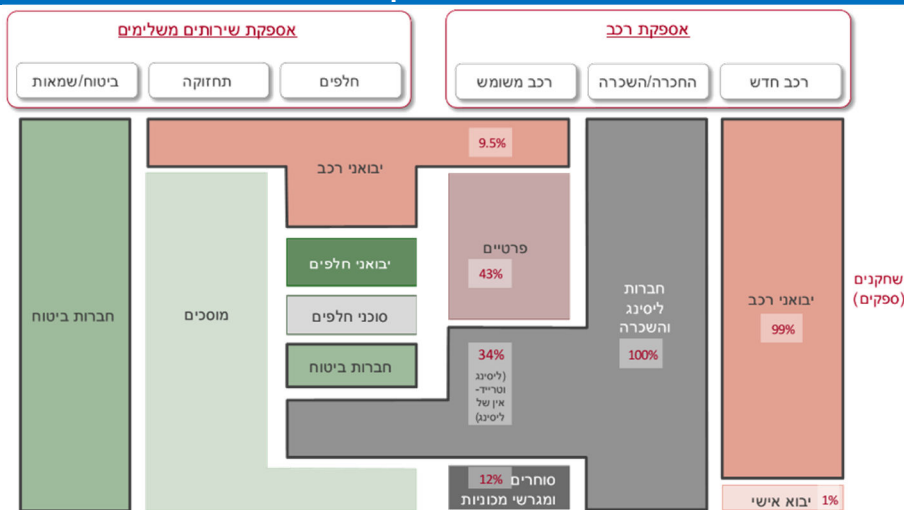
28.2. **שוק תחזוקת הרכבים** עוסק בתיקונים ואחזקות לרכב, והוא כולל מוסכים מורשים מטעם משרד התחבורה, שחלקם הם חלק מרשת מוסכי השירות של יבואני הרכבים השונים. בשוק זה קיימים גם מוסכים בלתי מורשים המהווים תחרות ישירה למוסכים המורשים. הלקוחות העיקריים בשוק הם בעלי הרכבים, יבואני הרכב, חברות הביטוח וחברות הליסינג.

28.3. **שוק הביטוח והשמאות** עוסק במכירת שירותי ביטוח ושמאות לרכבים חדשים ומשומשים. הגופים המרכזיים הם חברות הביטוח, המממנות גם את מרבית פעילות שמאי הרכב. הלקוחות העיקריים בשוק זה הם הצרכניים הפרטיים וציי הרכב.

29. התרשימים שלהן מתארים את תתי-השווקים השונים בשוק הרכב בישראל מצד ההיצע ומצד הביקוש:

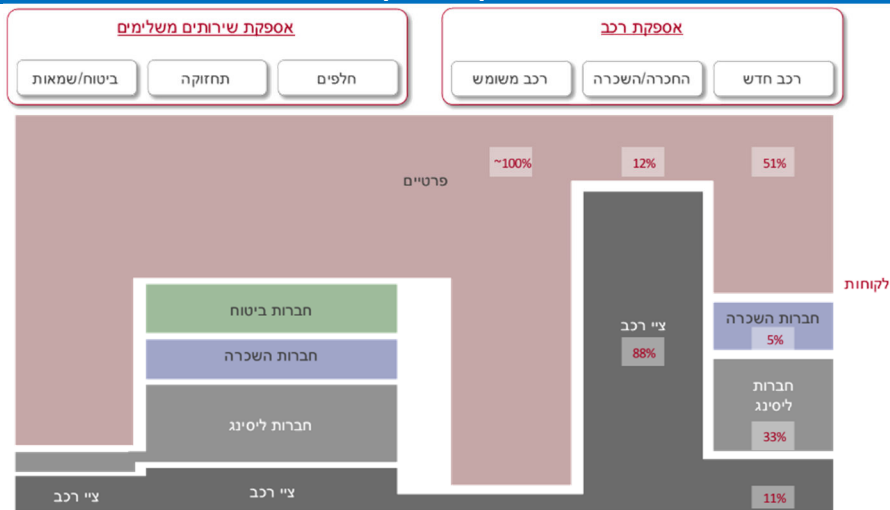
⁸ חלק מהנתונים נלקחו מזו"ח משרד האוצר - קידום התחרות בענף הרכב - גיבוש מהלכים להגברת רווח הצרכן, 2012.
⁹ מקור: דוח כספי שנתי קרדן ישראל בע"מ לשנת 2015.
¹⁰ קרן הראל-הררי, ענף הרכב והדלק - ממחאת אוהלים למחאת גלגלים, אוגוסט 2011, מכון ירושלים לחקר שווק.

תרשים 3: זירת התחרות בענף הרכב בישראל



מקור: משרד האוצר - קידום התחרות בענף הרכב - גיבוש מהלכים להגברת רווחת הצרכן, 2012 • השיעורים מציינים את נתח השוק של השחקנים השונים בשווקים השונים.

תרשים 4: צד הביקוש – שוק הרכב בישראל



מקור: משרד האוצר - קידום התחרות בענף הרכב - גיבוש מהלכים להגברת רווחת צרכן, 2012 • השיעורים מציינים את נתח השוק של השחקנים השונים בשווקים השונים.

30. בסוף שנת 2015, היו בישראל כ- 3,090,268 רכבים על הכביש, מתוכם 2,580,926 כלי רכב פרטיים (כ- 83.5%) ו- 323,385 משאיות (כ- 10.5%).¹¹ על-פי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, בשנת 2015 כ- 18,000 כלי רכב היו מונעים באמצעות גז, מתוכם כ- 14,600 כלי רכב פרטיים (בשנת 2014 כ- 12,000 וכ- 12,700 בהתאמה).

31. רמת המינוע בישראל היא נמוכה ביחס לרמות המינוע במדינות מפותחות בעולם, והיא עומדת על 365 כלי רכב לכל 1,000 תושבים (358 בשנת 2014). נכון לשנת 2015, 30.6% מכלי הרכב בישראל נוצרו ביופן, 13.6% בקוראיה הדרומית ו- 7.3% בגרמניה.¹²

32. בשנת 2015 כ- 85.8% מכלי הרכב הפרטיים היו בבעלות פרטית (בהשוואה לכ- 85.3% ב- 2014), 8.3% היו

¹¹ מתוך: "רבעון לסטטיסטיקה של תחבורה - מס' 1", 2016, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

¹² מקור: הודעה לעיתונות, "כלי-רכב מנועיים בישראל בשנת 2015" 30/3/2016, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בבעלות חברות לסינג; 4.8% בבעלות חברות אחרות; ו- 1.1% היו בהשכרה או תיור.

33. על-פי איגוד יבואני הרכב בישראל, בשנת 2015 נמסרו 254,748 כלי רכב חדשים בישראל (פרטיים ומסחריים לא כולל מוניות) בהשוואה ל- 239,771 כלי רכב חדשים בשנת 2014 – עלייה של כ- 6.2% ובהשוואה ל- 212,581 כלי רכב בשנת 2013 - עלייה של כ- 12.8% בשנת 2014 לעומת 2013.

34. תחום הרכב בישראל אינו מתאפיין בעונתיות מיוחדת, אך קיימת מגמה של ירידה במכירות רכבים חדשים לקראת סוף השנה הקלנדארית ולעלייה במכירות בתחילת שנה, זאת מכיוון שחלק מהצרכנים מעדיפים לדחות את רכישת כלי הרכב לשנה הקלנדארית הבאה על מנת ששנת הייצור שתופיע ברישיון הרכב תהיה עדכנית יותר.¹³

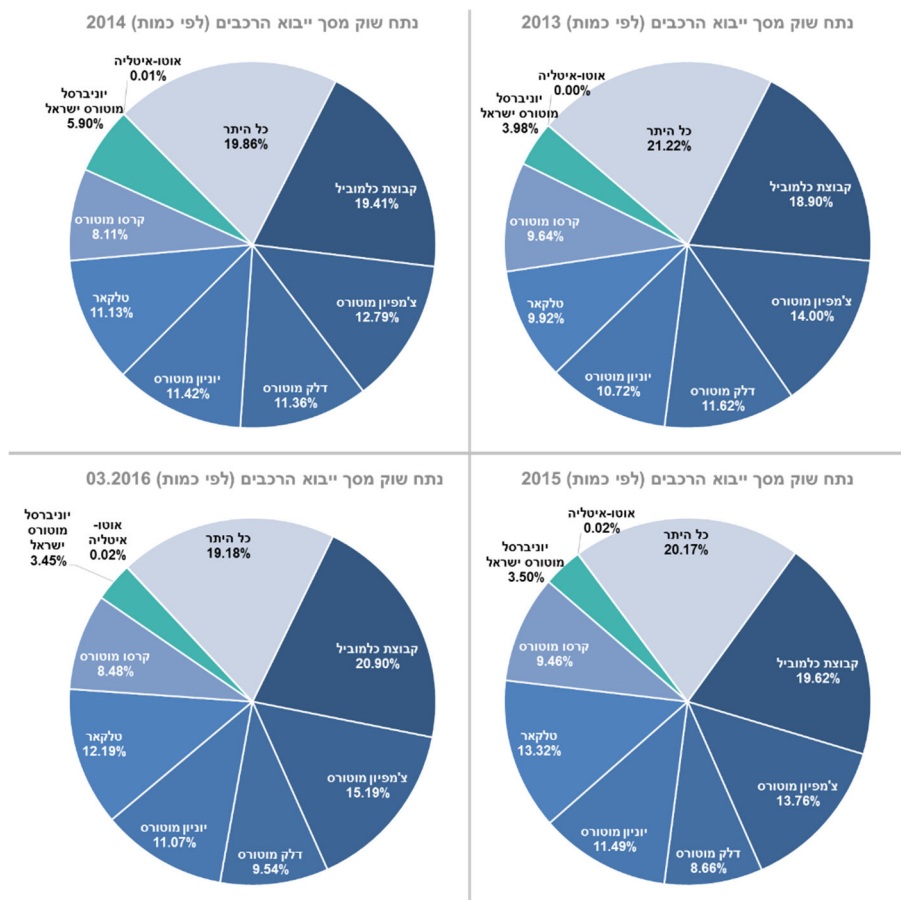
35. נכון לשנת 2015, בישראל היו לכל הפחות 18 יבואני רכב, ביניהם:

- **קבוצת כלמוביל**, המייבאת בין היתר את רכבי יונדאי, מיצובישי ומרצדס, והשולטת בכ- 19.6% מסך השוק במונחי מספר רכבים המיובאים. קבוצת כלמוביל הגדילה את נתח השוק שלה בהשוואה לשנים 2014 (19.4%), 2013 (18.9%) ו- 2012 (17.2%). ברבעון הראשון של 2016 לקבוצה נתח שוק של 20.9%.
- **צ'מפיון מוטורס**, המייבאת בין היתר את רכבי סקודה, פולקסווגן וסיאט, והשולטת בכ- 13.8% מסך השוק במונחי מספר רכבים המיובאים. נתח השוק של צ'מפיון מוטורס היה בשנת 2014 כ-12.8%, ב- 2013 כ- 14% וב- 2012 (14.2%). ברבעון הראשון של 2016 היה לה נתח שוק של 15.2%.
- **דלק מוטורס**, המייבאת בין היתר את רכבי מאזדה, פורד ו-B.M.W, נתח שוק של כ- 8.7% במונחי מספר רכבים המיובאים. נתח השוק של דלק מוטורס קטן בהשוואה לשנים 2014 (11.4%), 2013 (11.6%) וקטן משמעותי בהשוואה לשנת 2012 (16%). ברבעון הראשון של 2016 היה לה נתח שוק של 9.5%.
- **יוניון מוטורס**, המייבאת את רכבי טויוטה והשולטת בכ- 11.5% מסך השוק במונחי מספר רכבים המיובאים. יוניון מוטורס הגדילה את נתח השוק שלה בהשוואה לשנים 2014 (11.4%), 2013 (10.7%) ו- 2012 (9.8%). ברבעון הראשון של 2016 היה לה נתח שוק של 11.1%.
- **יוניברסל מוטורס ישראל (UMI)** – שולטת בכ- 3.5% מסך השוק במונחי מספר רכבים המיובאים, ירידה מכ- 5.9% בשנת 2014, ומכ- 4% בשנת 2013. ברבעון הראשון של 2016 היה לחברה נתח שוק של כ- 3.5%.

36. להלן תרשים המתאר את נתחי השוק של יבואני הרכב הגדולים בישראל בשנים האחרונות:

¹³ מקור: דוח כספי לשנת 2015 של קרדן ישראל, ס' 9.8.

תרשים 5: נתחי שוק מסירות רכבים בישראל לפי יבואן

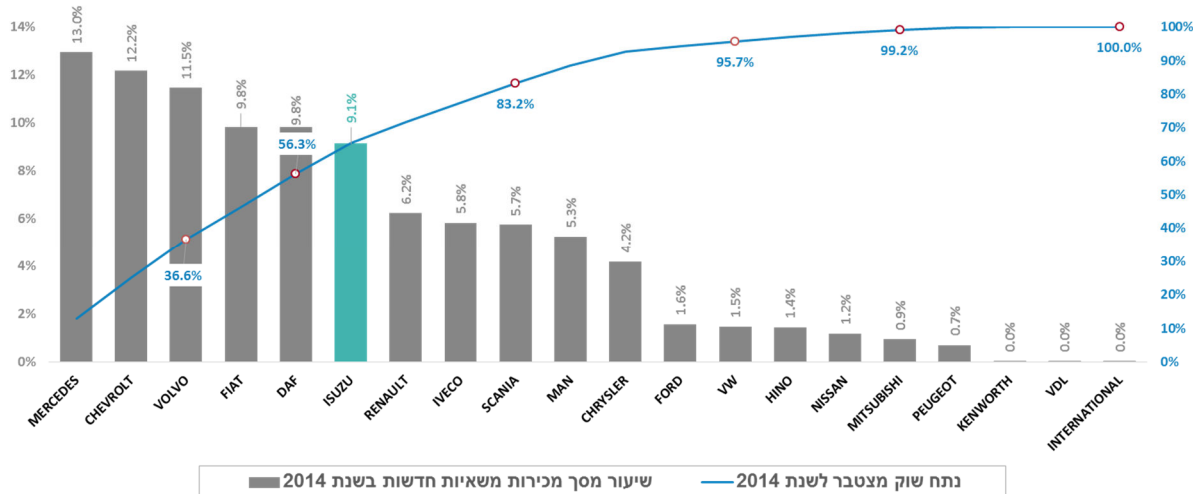


מקור: עיבודי נומריקס מנתוני איגוד יבואני הרכב בישראל. הנתונים הם עבור כל כלי רכב פרטיים, ללא מוניות

37. על-פי איגוד יבואני הרכב בישראל, בשנת 2015 נמסרו 9,771 משאיות חדשות בישראל (בכל הקטגוריות)¹⁴, בהשוואה ל- 8,872 משאיות חדשות בשנת 2014 – עלייה של כ- 10.1%. ברבעון הראשון של שנת 2016, נמסרו 3,621 משאיות חדשות. מתוך המשאיות שנמסרו בשנת 2015, נמסרו 723 משאיות ממותג איסוזו, ובשנת 2014 נמסרו 811 משאיות איסוזו. ברבעון הראשון של 2016, נמסרו 304 משאיות איסוזו.
38. להלן תרשימים המתארים את נתחי השוק של מותגי המשאיות (כל הקטגוריות) המיובאים בישראל:

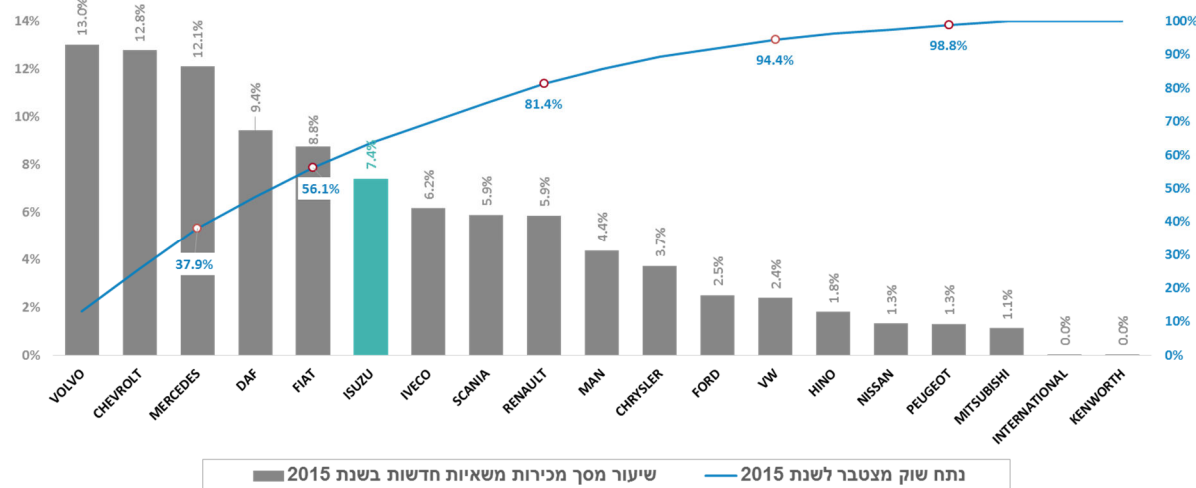
¹⁴ נוסף על מספר זה, עוד 8 משאיות שנמכרו ללא מותג שצוין במאגר המידע של איגוד יבואני הרכב.

תרשים 6: נתחי שוק מסירות משאיות חדשות בישראל לפי מותג בשנת 2014



מקור: עיבודי נומריקס מנתוני איגוד יבואני הרכב בישראל. הנתונים הם עבור כל סוגי המשאיות.

תרשים 7: נתחי שוק מסירות משאיות חדשות בישראל לפי מותג בשנת 2015



מקור: עיבודי נומריקס מנתוני איגוד יבואני הרכב בישראל. הנתונים הם עבור כל סוגי המשאיות.

39. בין הגורמים המשפיעים על רכישת כלי רכב חדשים בישראל ניתן למנות כאמור את רמת המיסוי הגבוהה בישראל; כוח הקנייה הנמוך של הצרכן הישראלי, הבידוד הגיאוגרפי של ישראל ונתח המכירות הגבוה של לחברות הליסינג. כמו גם מחירי הדלק – אשר עשויים להשפיע הן על היקף המכירות והן על סוג כלי הרכב הנמכרים.¹⁵

4.2. רגולציה

40. להלן תמצית עיקר השינויים והשפעתם על החברה כפי שעולה מדוחותיה הכספיים:¹⁶

40.1. הוועדה הציבורית להגברת התחרותיות בענף הרכב (וועדת זליכה): בחודש אוגוסט 2011 מונתה ועדת זליכה במטרה לבחון את צמצום הריכוזיות בענף הרכב בישראל ולגבש המלצות להסרת

¹⁵ מקור: דוח כספי שנתי קרדן ישראל בע"מ לשנת 2015.

¹⁶ מקור ולהרחבות דבר רגולציה נוספת: דוח כספי שנתי קרדן ישראל בע"מ לשנת 2015, ס' 9.1.19 ואילך.

חסמים שיביאו להגברת התחרותיות ולהוזלת התעריפים לצרכן בכל ענפי הרכב. בין ההמלצות: יבואן רכב אשר מחזיק מעל 8% מנתח השוק במשך שנתיים רצופות או במשך שנתיים לא רצופות בתוך פרק זמן של ארבע שנים, יוכל להחזיק בזיכיון הייבוא של יצרן אחד בלבד; איסור על יבואניות הרכב להחזיק במניות של חברות הליסינג וההשכרה; ועוד.

לאחר הגשת המלצות הוועדה, החליט משרד התחבורה על הקמת בינמשרדי צוות ליישום המלצותיה אולם כפי שהחברה מדווחת בדוחותיה, עד כה נפסלו חלק ממסקנות הוועדה. נכון למועד הערכת השווי, אין באפשרות החברה להעריך אילו המלצות תישארנה על כן ואת אופיין והשפעתן על החברה.

40.2. **הצעת חוק רישוי שירותים לרכב:** במהלך שנת 2013 פורסמה הצעת חוק המסדירה את כלל השירותים והעיסוקים בענף הרכב, להערכת UMI יוזמה זו, המצויה בשלבי אישור מתקדמים אינה צפויה לשנות באופן מהותי את התנאים ליבוא רכב לישראל, אלא לעודד ולאפשר כניסתם של גורמים מתחרים לשוק הרכב.

4.3. תחום מכירות הרכבים¹⁷

41. לקוחות UMI בענף מכירות הרכבים הם לקוחות פרטיים, שהיוו בשנת 2015 כ- 57% מהמכירות (55% ו- 45% בשנים 2014 ו- 2013 בהתאמה) ולקוחות מוסדיים (כגון חברות ליסינג), שהיוו כ- 43% מהמכירות בשנת 2015 55% ו- 45% בשנים 2014 ו- 2013 בהתאמה). כ- 30% מהיקף הלקוחות של UMI בתחום מכירות רכבים פרטיים מבצעים החלפת רכב בטריויד-אין באמצעות UMI.

42. כאמור, UMI פועלת בתחום מכירות רכבים חדשים, במסגרתו החברה דיווחה כי בשנת 2015 חלה ירידה של כ- 33.5% בהיקף מסירות כלי הרכב שלה, בהשוואה לשנת 2014 (לעומת גידול של כ- 51.7% בין 2013 ל- 2014). ירידה זו יוחסה למחסור בהיצע דגמי רכב אטרקטיביים המשווקים על-ידי UMI, וכן בשל אי-השקת דגמי רכב חדשים על-ידה בשנת 2015, וכן בשל פערי שערי מטבעות (בעיקר הדולר מול מטבעות אחרים). מאידך בשנת 2016 UMI מתכננת השקת דגמי רכב חדשים.

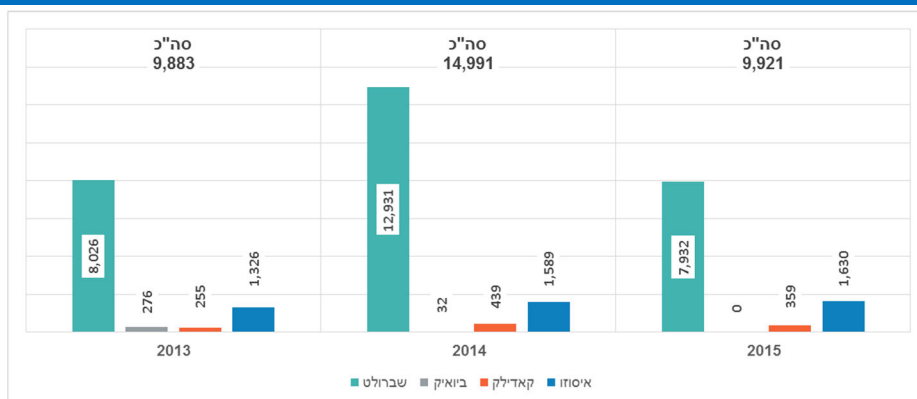
43. בין השנים 2013 ל- 2015 מכירות קאדילק גדלו בקצב שנתי ממוצע של כ- 18.7% בשל השקת דגמי קאדילק חדשים והשקעה בפרסומם ובשיווקם. מכירות שברולט ירדו בקצב שנתי ממוצע של כ- 0.6% בשל מגמות שערי מטבע ואי-השקת של דגמי כלי רכב חדשים (במיוחד דגם ספארק-גיר אוטומט). מכירות הביואק פסקו בשנת 2015 מכיוון שבשנת 2013 היצרן החליט על הפסקת שיווקו בישראל.¹⁸ רכבי איסוזו גדלו בקצב ממוצע של כ- 10.9% בשנה בעיקר בשל הגידול ברכישות של לקוחות מוסדיים ושל לקוחות קמעונאיים שצרכים רכבים מסוג זה (כגון ענף הבנייה).

44. להלן מספר מסירות כלי הרכב של החברה לפי מותג:

¹⁷ מקור: דוח כספי שנתי קרדן ישראל בע"מ לשנת 2015, ס' 9.2.2.

¹⁸ מקור: דוח כספי קרדן רכב לשנת 2015, ס' 9.3.2.2.

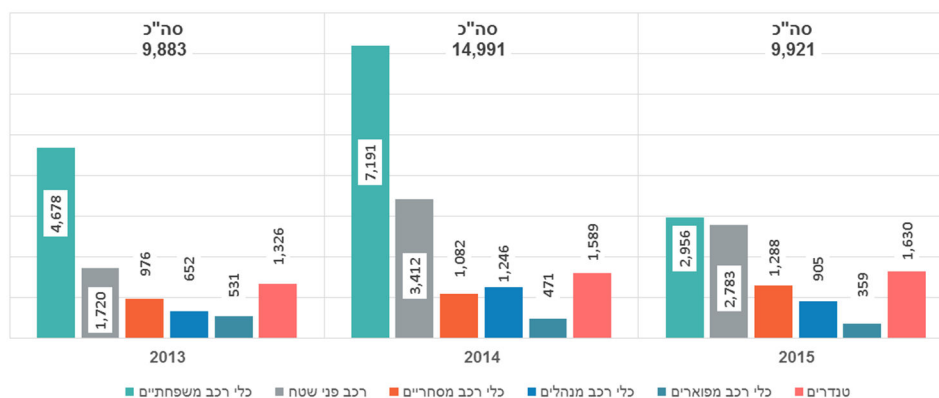
תרשים 8: מספר מסירות כלי הרכב של UMI לפי מותג



מקור: עיבודי נומריקס מדוח כספי לשנת 2015 של קרן ישראל

45. להלן מספר מסירות כלי הרכב של החברה לפי סוגים:

תרשים 9: מספר מסירות כלי רכב של UMI לפי סוג



מקור: עיבודי נומריקס מדוח כספי לשנת 2015 של קרן ישראל

46. UMI מעריכה, כמצוין בדוח הכספי לשנת 2015, כי לא צפוי בישראל שינוי ניכר בהיקף מכירות הרכבים בשנת 2016, אך היקף המכירות של UMI צפוי לגדול בעיקר בשל השקות צפויות של דגמי רכב חדשים.¹⁹

47. להערכת החברה גורמי ההצלחה בתחום זה נובעים מקיומו של היצע רכבים מגוונים ללקוחות; מהשיווק ומהמיתוג של כלי הרכב; השפעות הגלובליזציה על היצרן – GM – ועל מאפייני הרכב; פעילות צולבת בתחום הטרייד-אין; החלפים הזמינים ללקוחות עבור רכבי UMI; מחירים תחרותיים ושירות לקוחות מהימן.

4.4. תחום השירותים הנלווים ואספקת החלפים

48. החברה כאמור מספקת חלפים ושירותי תחזוקה לרכביה באמצעות מוסכים שבבעלותה. הלקוחות העיקריים של החברה בתחום זה הינם המוסכים המורשים, מפצים עצמאיים ולקוחות פרטיים.

49. תחום החלפים לכלי רכב הינו תחום תחרותי מאוד המכיל שחקנים רבים. UMI מתחרה בספקים מקומיים של חלפים תחליפיים ומספר קטן של יבואנים המייבאים חלפים מקוריים. המתחרים העיקרים בתחום זה

¹⁹ מקור: דוח כספי שנתי קרן ישראל בע"מ לשנת 2015, ס' 9.2.

הם בין היתר, "אוטולין", "ב.מ. מצתים", "עזרקו חלפים", "זוקו" ועוד.

50. חלק ממוסכי יבואן מורשים מחויבים לרכוש את החלפים מהיבואן עצמו. מוסכים אלו הם תחת פיקוח של היבואן, והם מחזיקים מלאי חלפים תוך קבלת הנחות מהיבואן ואשראי נוח. מאידך, למוסכים עצמאיים ספקי חלפים מגוונים יותר מכיוון שהם אינם מחויבים להתקשר ליבואן ספציפי באופן בלעדי, ולכן הם יכולים להשתמש בחלפים מקוריים ותחליפיים - ובהתאם לגבות מחיר נמוך יותר מהלקוח.

51. בישראל נקבעו נהלי יבוא ייחודיים ומחמירים המקשים על יבוא חלפים שאינם מקוריים, אולם מסתמן כי משרד התחבורה מנסה לפתוח את השוק לתחרות ולהקל על יבוא חלפים אלו,²⁰ באמצעות הצעת חוק רישוי שירותים לרכב.

52. לקוחות המוסכים כוללים לקוחות פרטיים הנמצאים בתקופת אחריות של הרכב אשר צריך לעבור בדיקות תקופתיות ולכן לקוחות אלו פונים בדרך כלל למוסכי היבואן. כמו כן, עם הזדקנות הרכב ותום תקופת האחריות בעל הרכב יכול לפנות לכל מוסך מורשה אחר.

53. סוג אחר של לקוחות המוסכים הם אלו המופנים למוסכים (בעיקר למוסכים בהסדר) על-ידי גורמים מסחריים, כגון חברות ביטוח; חברות ליסינג תפעולי (טיפולים המבוצעים לרוב במוסכים כלליים-עצמאיים העומדים בקריטריונים של חברת הליסינג); וחברות השכרת רכב (מפנים לרוב למוסכים כלליים-עצמאיים הזולים ממוסכי היבואן המורשים).

4.5. תחום הטרייד-אין

54. כאמור לעיל, עד לתחילת 2016, תחום זה היה תחת UMI ישירות וממועד זה התחום הועבר לפעילות של קרדן רכב (באמצעות חברה בבעלותה).

55. הפעילות בתחום זה הינה סינרגטית לפעילותה של UMI, מפני שלצד מכירת הרכבים החדשים, UMI מציעה ללקוח לרכוש את רכבו הישן בתמורה לרכב חדש, למעשה, תחום זה משמש לה ככלי שיווקי ותמריצי ללקוח, כדי שהאחרון יחליף את רכבו ברכב חדש ש UMI מייבאת. תחום זה מהווה לחברה גם יתרון תחרותי על פני יבואנים אחרים שאינם מספקים אפשרות טרייד-אין.

56. הלקוחות העיקריים בתחום זה הם לקוחות פרטיים ומסחריים הכוללים סוחרי רכב משומשים.

57. ענף הטרייד-אין בישראל הינו ענף תחרותי מאוד הכולל מתחרים רבים, הכוללים יבואני רכב, חברות ליסינג, סוחרי רכב משומשים. UMI מעריכה כי המתחרים העיקריים בתחום זה הם כלמוביל טרייד, לובינסקי טרייד, אוטו-דיל, קרסו טרייד, ניו-קופל, אלבר ואלדן.

4.6. תחום הליסינג התפעולי²¹

58. בשנים האחרונות ישנה מגמה של יצירת קבוצות רכב המאגדות פעילות של יבוא רכב, השכרה וליסינג, וכן מתן שירותים נלווים. שוק הליסינג התפעולי בכללותו נותר יציב ואינו גדל משמעותית בשנים האחרונות,

²⁰ ראו המלצות דו"ח הוועדה הציבורית להגברת התחרותיות בענף הרכב, משרד התחבורה, פברואר 2012.
²¹ המידע והנתונים נלקחו מדוח כספי לשנת 2015 של קרדן רכב בע"מ.

ולפיכך התפתחו בשוק מוצרים שונים כגון ליסינג מימוני ללקוחות פרטיים, ליסינג לרכב משומש ועוד.

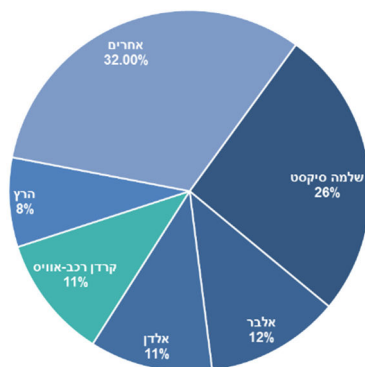
59. תחום הליסינג התפעולי מושפע מגורמים שונים ובכללם הוא מושפע משמעותית מהמצב הכלכלי במשק. כך, צמיחה או האטה כלכלית המשפיעה על שיעור האבטלה, עלולה להשפיע גם על הביקוש לליסינג תפעולי של לקוחות עסקיים שבאמצעותם מושכרים כלי הרכב לעובדיהם.

60. כמו כן, שינויים בחוק המס, במיוחד המיסוי הקשור לשווי שימוש של רכב בליסינג, עלולים להשפיע על הביקוש של כלי הרכב בליסינג בכלל והרכבים שקרדן רכב מציעה בפרט, שכן שווי השימוש מגלם את ההטבה שהעובד מקבל ממעסיקו כפונקציה של סוג הרכב.

61. הלקוחות של חברות הליסינג בכלל ושל קרדן רכב בפרט הם בעיקר מהמגזר העסקי, ממגוון תעשיות. לקרדן רכב אין תלות בלקוח מסוים.

62. ב- 2014 חל גידול של כ-5% בגודל צי רכבי הליסינג התפעולי בישראל כאשר מספר כלי הרכב שהוחכרו בליסינג תפעולי עמד על כ-221,100. בתחום זה פועלות מספר חברות, שחמש מתוכן: קרדן רכב (11%); שלמה סיקסט (26%); אלבר (12%); אלדן (11%); הרץ (8%) ואחרים (32%) מובילות את תחום בישראל.

תרשים 10: נתח השוק של קרדן רכב בשוק הליסינג התפעולי בשנת 2015



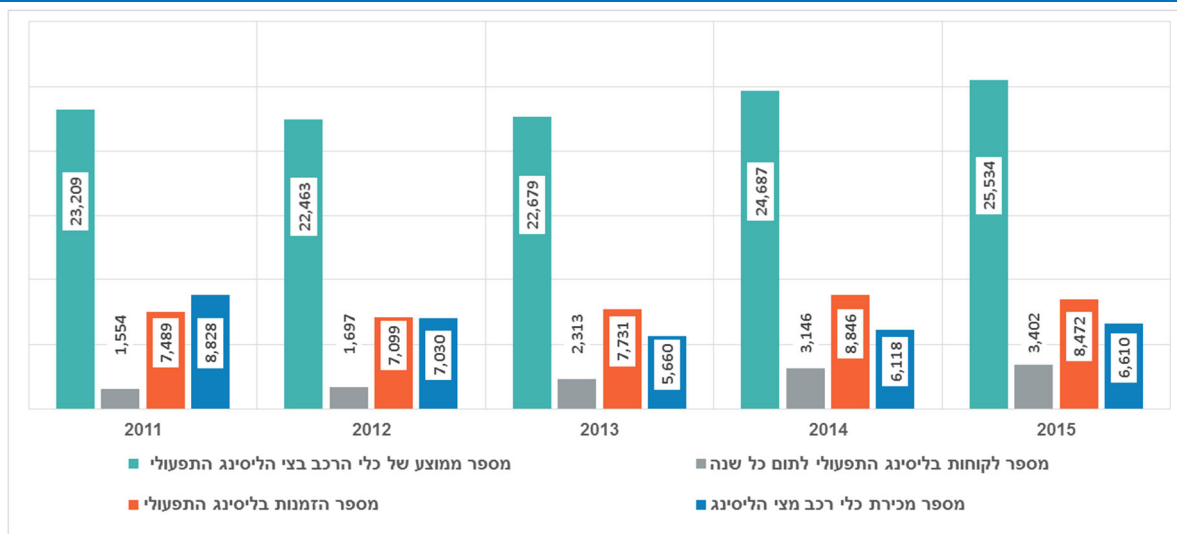
מקור: עיבודי נומריקס מדוח כספי לשנת 2015 של קרדן רכב בע"מ – אשר בו צוינו הנתונים כפי שנאמדו על-ידי BDI בחודש יוני 2015.

63. מנקודת מבטה של קרדן רכב, האחרונה מתמודדת עם התחרות, בין היתר, באמצעות שימוש במוטג Avis.

64. צי כלי הרכב של קרדן רכב הינו הנכס העיקרי שלה, צי זה עמד בממוצע נכון לסוף 2015 על 25,534 מכוניות, בהשוואה לכ-24,534 מכוניות לשנת 2014. בשנת 2015 היו לקרדן רכב (Avis) 3,402 לקוחות ליסינג תפעולי בהשוואה ל- 3,146 לקוחות בשנת 2014.

65. להלן סטטיסטיקה על צי הכרם של קרדן רכב והשימושים בו בשנים האחרונות:

תרשים 11: נתונים על צי הרכב של החברה לליסינג תפעולי



מקור: עיבודי נומריקס מדוח כספי לשנת 2015 של קרדן רכב בע"מ

4.7. תחום השכרת רכב לזמן קצר²²

66. תחום זה כולל השכרת רכב מסוגים שונים לזמן קצר ללקוחות פרטיים ועסקיים. בשנת 2015 השוק היה יציב יחסית בביקושים (עם ירידה קלה).

67. ככלל, הפעילות בענף מצריכה השקעות הוניות גבוהות (בעיקר בגין רכישת צי-כלי רכב להשכרה), וכן היא מאופיינת בעלויות קבועות ובמערך לוגיסטי נרחב. מאפיינים אלו גורמים ליתרון לגודל עבור חברות בעלות פריסת סניפים רחבה והיקף פעילות גבוה בענף.

68. הלקוחות נחלקים ללקוחות פרטיים ועסקיים, כאשר הלקוחות הפרטיים נחלקים ללקוחות ישראלים ולתיירים, הנוטים להשכיר רכבים פרטיים לתקופה שנעה בדרך כלל בין יום לחודש. התעריפים ללקוחות הפרטיים של קרדן רכב מאופיינים בתמחור גבוה יותר מהתעריפים ללקוחות העסקיים, כמו כן לחברה אין תלות בלקוח מסוים.

69. בין הלקוחות העסקיים, הנוטים להשכיר כלי רכב פרטיים וכלי רכב מסחריים לתקופה שנעה בדרך כלל בין שבוע לשנה, קיימים לקוחות "מתגלגלים" במהלך השנה – כגון זרם לקוחות המגיעים מחברות הביטוח ומהמוסכים, ולקוחות קבועים השוכרים לתקופה ארוכה יחסית של בין חודש לשנה.

70. התחרות בענף היא גבוהה לאור הגידול בשנים האחרונות של צי כלי הרכב המשמש להשכרה - שבתורה הביאה לשחיקת מחירים. קרדן רכב מעריכה כי בשוק פועלות עשרות חברות השכרת רכב לזמן קצר, מתוכן קרדן רכב, שלמה סיקסט, אלדן, הרץ, אלבר, קל אוטו ובאדג'ט, הן המובילות בתחום, כמו כן, חלק מהמתחרות מפעילות מותג בינלאומי בדומה למותג אוויס של קרדן רכב.

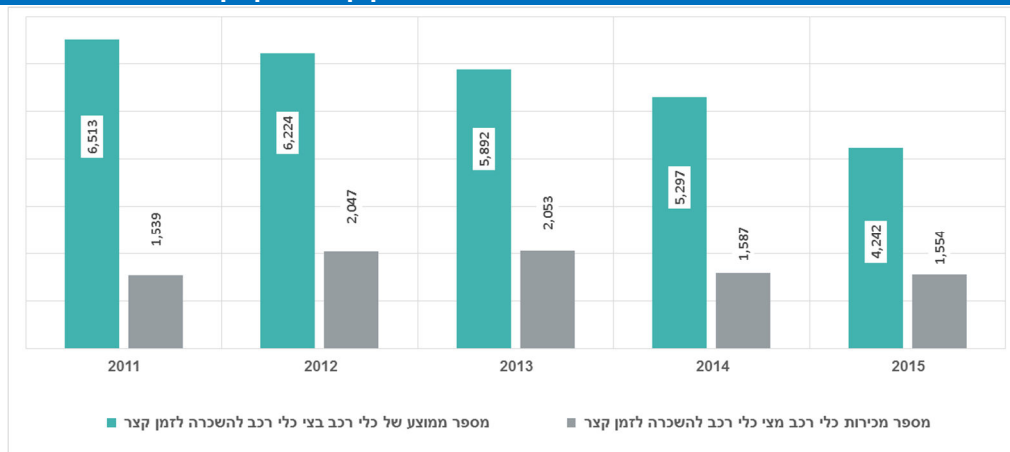
71. השחקנים השונים בענף מתחרים הן ברמת המחיר והן ברמת השירות. כאשר יתרונה התחרותי של קרדן רכב, הינו בין היתר, במיקום הסניף בשדה התעופה בן-גוריון המספק שירות לתיירים. בידול איכותי

²² מקור: דוח כספי לשנת 2015, קרדן רכב, ס' 9.

באמצעות המותג הבינלאומי - Avis ועוד. כמו כן, קרדן מתמודדת עם התחרות העזה ומצב השוק על-ידי צמצום צי ההשכרה ויציאה מסגמנטים הפסדים או בעלי רווחיות נמוכה.

72. להלן סטטיסטיקה הנוגעת לכלי הרכב שקרדן רכב משכירה בתחום זה:

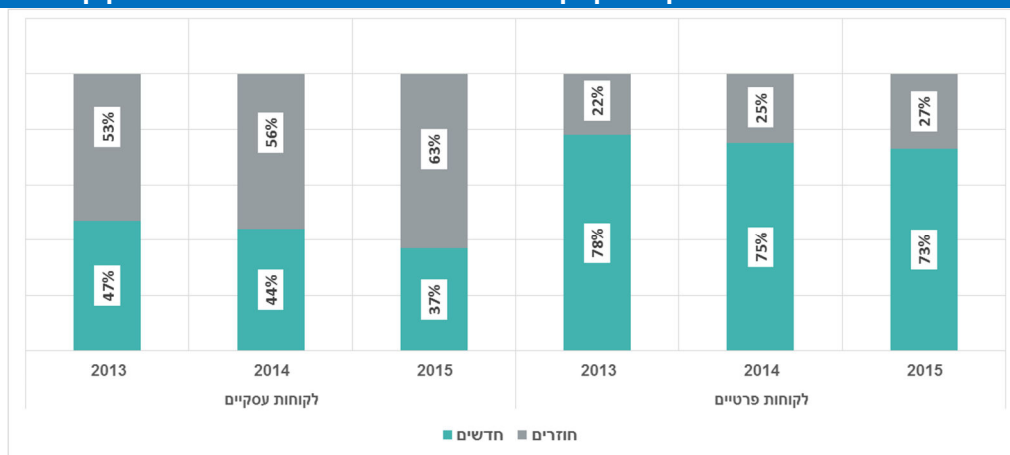
תרשים 12: נתונים על כלי הרכב להשכרה לזמן קצר של קרדן רכב



מקור: עיבודי נומריקס מדוח כספי לשנת 2015 של קרדן רכב בע"מ

73. להלן התפלגות סוגי הלקוחות של קרדן רכב לפי לקוחות פרטיים ועסקיים ולקוחות חדשים וחוזרים:

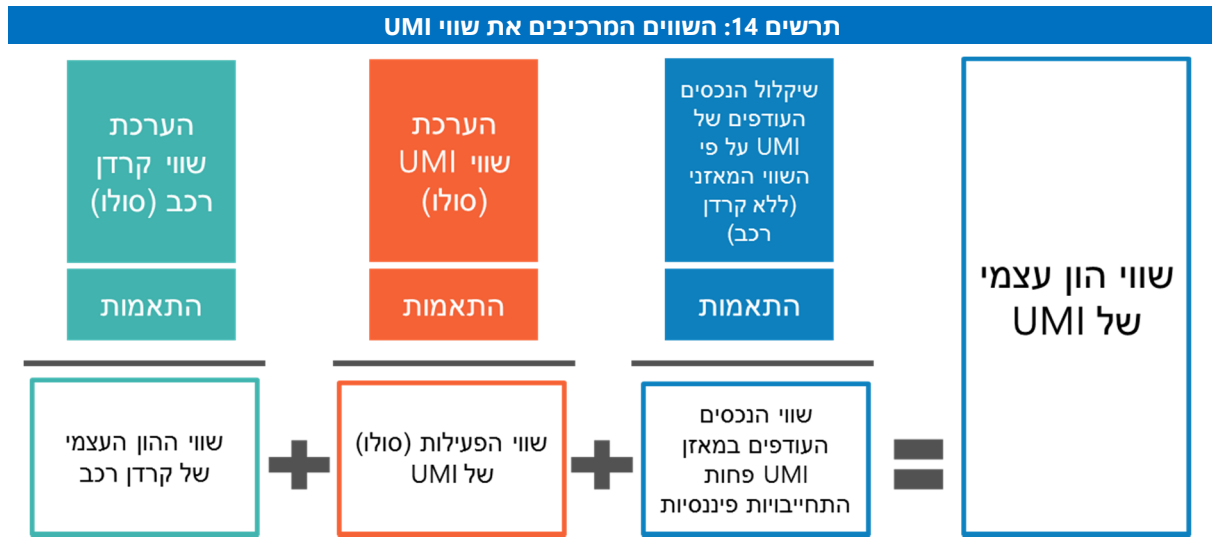
תרשים 13: התפלגות סוגי לקוחות קרדן רכב לפי מאפייניהם בתחום ההשכרה לזמן קצר



מקור: עיבודי נומריקס מדוח כספי לשנת 2015 של קרדן רכב בע"מ

6. מתודולוגיית הערכת שווי החברה

74. הערכת השווי מתבצעת עבור הפעילויות העיקריות של UMI המניבות את עיקר ההכנסות הן מפעילות הסולו של UMI (מכירת רכבים ואספקת שירותים נלווים חלפים), והן מהפעילות של קרדן רכב – ליסינג תפעולי, השכרת רכב לזמן קצר, וטרייד-אין – שכאמור הועבר מ- UMI לפעילויות תחת קרדן רכב.
75. קונספטואלית, הערכת השווי של החברה מורכבת מהשוויים המתוארים בתרשים שלהלן:



76. עבור קרדן רכב מבוצעת הערכת השווי בשיטת ה- DCF.
77. עבור חברת UMI מבוצעת הערכת השווי בשתי גישות שלהלן, כאשר גישת השוק מהווה אינדיקציית סבירות לשווי:
- **גישת ההכנסות (Income Approach).** במסגרת גישה זו מתבצע שימוש בשיטת ה- DCF, שבאמצעותה גוזרים את השווי הפונדמנטלי (Intrinsic Value) של החברה.
 - **גישת השוק (Market Approach) או הגישה היחסית (Relative Approach).** במסגרת גישה זו מתבצע שימוש במכפילים הנגזרים מחברות השוואה, שמהן ניתן ללמוד על שווי החברה.

6.1. אודות הערכת שווי בשיטת ה- DCF (במסגרת גישת ההכנסות)

78. הערכת שווי מבוצעת בשיטת ה- DCF (Discounted Cash Flows), שהינה היוון תזרים המזומנים החופשי עבור כל ספקי ההון של החברה, לרבות ספקי הון המניות וההון הזר (כגון: ספקי החוב). היוון תזרים המזומנים מתבצע באמצעות מחיר היוון המשקף את הסיכון הראוי של נכסי החברה.
79. שיטה זו היא המקובלת ביותר להערכה כלכלית של שווי חברות, והיא מתבססת על העיקרון כי השווי של כל נכס, ובכלל זה שווי פירמה, נגזר ממימוש הפוטנציאל של הנכס ליצור בעתיד תזרים מזומנים עבור כל ספקי ההון שלו. בראיה זו ובהקשר של הערכת שווי חברות, שיטת ה- DCF נחשבת כניתוח פונדמנטלי של נתוני החברה בפני עצמה. כחלק מהניתוח הפונדמנטלי יש להתייחס לסביבתה העסקית של החברה,

לציפיות רציונאליות לגבי עתידה הכלכלי וכן לגלם זאת בהנחות הבסיס המשקפות את הציפיות הללו ואשר מגולמות במודל הערכת השווי.

6.2. הערכת שווי בשיטת המכפילים (במסגרת גישת השוק)

80. שיטת המכפילים הינה שיטה נפוצה בהערכת שווי לפי גישת השוק. שיטה זו נחשבת ליעילה כדי לקבל אינדיקציה מהירה יחסית למחיר החברה, והיא מבוססת על ההנחה כי השוק מתמחר באופן דומה נתונים פיננסיים של חברות דומות לפעילות החברה המוערכת. אולם שיטת המכפילים אינה מביאה בהכרח לחישוב מדויק הואיל וחלק מהם רגישים מאוד לתנודתיות השוק.
81. בשיטה זו מחושבים המכפילים באמצעות מדדים פיננסיים של חברות ההשוואה, ולאחר מכן הם מוחלים על הנתונים הפיננסיים של החברה המוערכת כדי לחשב את שווייה.
82. באופן כללי, קיימים מכפילים רבים שבהם ניתן להשתמש לפי אופי הענף שבו החברה פועלת. כמו כן, המכפילים יכולים להיגזר מנתוני חברות דומות (Comparable Companies) הנסחרות בבורסה וכן מעסקאות רכישה קודמות של חברות דומות (Precedent Transactions Multiples). מכפילי עסקאות קודמות מגלמים לרוב גם פרמיית שליטה ולכן הם נוטים להיות גבוהים יותר מהמכפילים המקבילים שנגזרים מחברות דומות הנסחרות בבורסה.

7. הערכת שווי קרדן רכב

7.1. הנתונים וההנחות בהערכת השווי של קרדן רכב

83. **אופק תחזית ותאריך החתך להיוון** – מודל הערכת השווי חוזה את הנתונים הפיננסיים של קרדן רכב (סולו) לתקופה שבין 2016 ל-2020, ולאחר שנה זו המודל חוזה את השנה המייצגת של פעילות קרדן רכב. בנוסף, תאריך החתך שאליו מהווים כל התזרימים במודל הינו 31/03/2016.
84. **הנחת מפתח: הערכת השווי לקרדן רכב מבוצעת תחת ההנחה כי קרדן רכב תחדש ותמשיך להיות תחת מותג Avis (הזיכיון אמור להסתיים בסוף 2016).**
85. כמו כן וכאמור לעיל, פעילות הטרייד-אין עברה בתחילת 2016 מ- UMI לחברת דן ליס – שהיא חברת בת של קרדן רכב (בשיעור של 100%). לפיכך למרות שבפועל פעילות זו היא תחת דן ליס, התחשבנו בהעברה פעילות זו במסגרת הערכת השווי של קרדן רכב.²³

7.1.1. צד ההכנסות

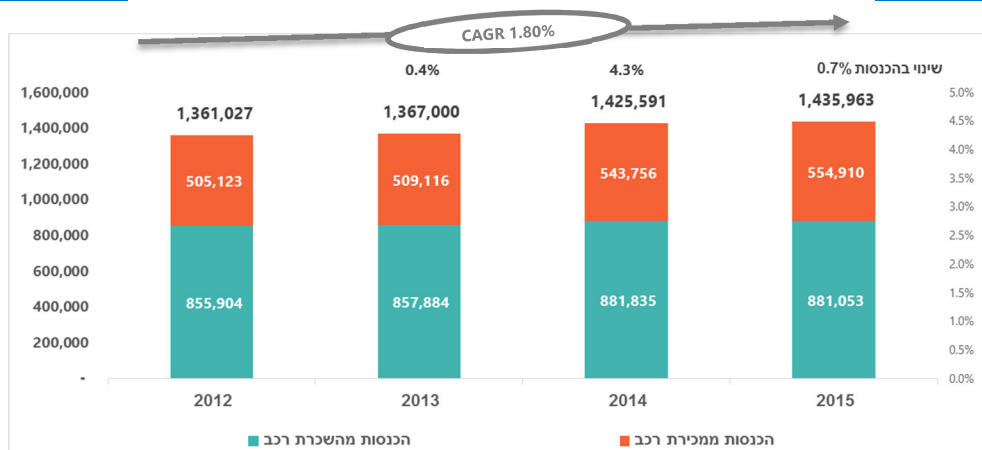
86. כאמור בפרק אודות פעילות קרדן רכב, האחרונה מייצרת הכנסות משני מחוללי הכנסות עיקריים: ליסינג תפעולי והשכרת רכב לזמן קצר תחת מותג Avis, החל מינואר 2016, הועברה תחת קרדן רכב (באמצעות דן ליס) פעילות הטרייד-אין.

²³ בהתאמות הערכת השווי אנו משקללים את הנכסים העודפים של קרדן רכב - הכוללים את דן ליס, ואין כאן משום "ספירה כפולה" מפני שבעבר פעילות זו לא הייתה קיימת תחת דן ליס, ולכן הונה העצמי של דן ליס (כנכס עודף מנקודת מבטה של קרדן רכב) אינו מגלם את העברת הפעילות הזו נכון למועד ההערכה.

87. נכון לסוף שנת 2015, לקרדן רכב היו הכנסות של כ- 1.44 מיליארד ₪. כאשר עיקר הגידול בהכנסות נבע מהגידול במכירות רכבים משומשים. קצב הגידול שנתי ההנדסי ממוצע (CAGR - Compound Annual Growth Rate) בהכנסות עומד על כ- 1.80% בין השנים 2012-2015.

88. ברבעון הראשון של 2016 לחברה היו הכנסות של 369.8 מיליון ₪, כאשר כ- 212.7 מיליון ₪ נבעו מהשכרות רכבים והיתרה, כ- 157 מיליון ₪, ממכירות הרכבים.

תרשים 15: הכנסות קרדן רכב (סולו) באלפי ₪



מקור: עיבוד מנתוני החברה

89. כפי שנמסר לנו מההנהלה, האחרונה צופה גידול משמעותי (של כ- 131 מיליון ₪) בהכנסות ממכירת רכבים משומשים בשנת 2016, כמו גם גידול של כ- 30 מיליון ₪ במכירות כלי רכב עם 0 קילומטר. כמו גם, גידול בפעילות לאור העברת פעילות הטרייד-אין מ- UMI לקרדן רכב.

90. כמו כן קרדן רכב פועלת לשיפור במחירי המכירה של כלי הרכב ושיפור באחוזי ההנחה של כלי הרכב (ביחס למחירון לוו יצחק), וכן לגידול בצי הרכב הליסינג התפעולי.

91. תחזית ההכנסות העתידיות מתבססת על סמך הסביבה העסקית; ולאור התחרות העזה השוררת בשוק שבה פועלת קרדן רכב; על סמך הנתונים ההיסטוריים שלה; הציפיות העתידיות בשינוי ההכנסות שנמסרו לנו מהחברה.

92. כמו כן, הגדלת שיעור הגידול בהכנסות נגזרת מחד משיקולים של צמיחת התוצר, האינפלציה הצפויה ותחזית גידול האוכלוסייה. מאידך – ישנם שיקולים המגבילים שיעור זה כגון הרגולציה (בעיקר שינויים בנושאי מיסוי) המגבילים את הכדאיות של ליסינג, והמכרסמים לאיטם ברווחיות חברות הליסינג. כמו כן, התלות במותג הבינלאומי אוויס הוא סיכון. להערכתנו, ביחס לרוב הסיכונים, סביר שאם יתממשו הם ישפיעו בכיוון של פגיעה ברווח ויש מעט גורמי סיכון שעשויים להביא לגידול מפתיע ברווח.

93. עוד אדגיש כי ברמה התיאורטית-מתודולוגית הערכת שווי בשיטת ה- DCF אמורה להיות מבוצעת על תחולת תזרים מזומנים חופשיים. במקרה דנן תוחלת זו אמורה להיות מושפעת גם מסיכויי המשך ההתקשרות עם Avis שהינה התקשרות עם ספק מהותי. כנמסר לנו מהחברה אין סיבה סבירה שהתקשרות זו תיפסק בעתיד הקרוב ואין דרך סבירה להעריך הסתברות של הפסקה בלתי צפויה של התקשרות זו. תוחלת התזרים במודל אינה מביאה אפשרות זו באופן מפורש ועל כן בחרתי להקטין את

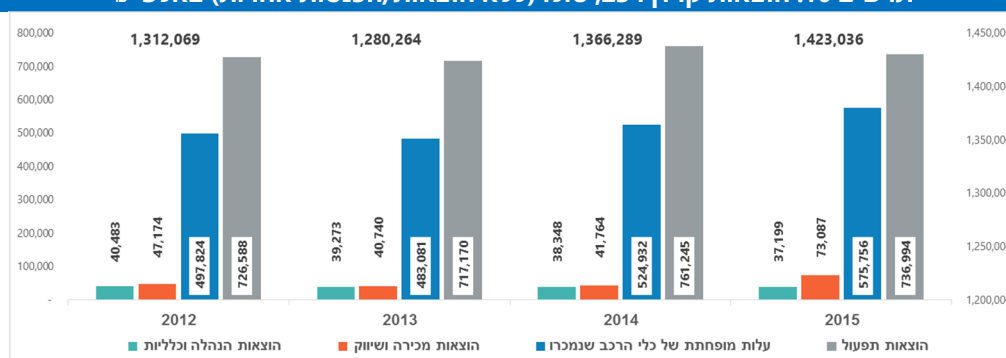
שיעור הגידול הפרמננטי (המייצג את הטווח הארוך).

- לפיכך הונח במודל הערכת השווי כי הכנסות החברה בשנת 2016 תהיינה לפי ציפיות ההנהלה, כאשר הכנסות אלו יהיו עקביות עבור השנים הבאות. משנת 2017 ועד לשנה המייצגת קצב הגידול בהכנסות יהיה נמוך כ- 2.0%-2.5% (נומינלי), ושיעור הצמיחה הונח להיות בשיעור של 2.0% (נומינלי) בשנה המייצגת.

7.1.2. צד ההוצאות

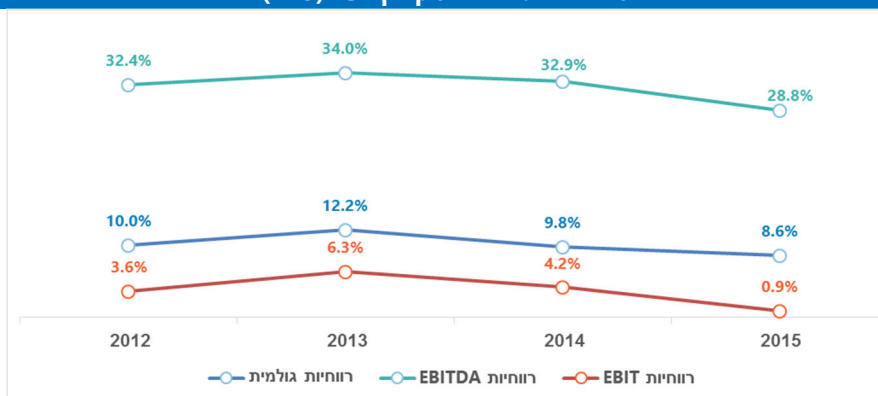
94. הוצאות תפעול הן ההוצאות העיקריות של החברה – בעיקר בגין פעילות השכרת הרכבים. בין השנים 2012-2015 הוצאות אלו גדלו בקצב שנתי של כ- 0.48%, בעוד שההכנסות מהשכרת כלי הרכב גדלו בקצב שנתי של כ- 0.97% באותה התקופה.
95. הוצאות העלות המופחתת של כלי הרכב מהוות את ההוצאה השנייה העיקרית, והיא תלויה בצי בכמות ובסוגי הרכבים שנמכרו באותה השנה. הוצאה זו היא כנגד ההכנסות ממכירת הרכבים.
96. בעוד שהוצאות המכירה והשיווק גדלו בכ- 15.7% במוצע בין השנים 2012-2015, מכ- 47 מיליון ₪ לכ- 73 מיליון ₪ לשם תמיכה בפעילות קרדן רכב בשוק התחרותי, הוצאות הנהלה וכלליות קטנו בכ- 3.3 מיליון ₪ (CAGR של -2.78%) באותה התקופה.
97. סה"כ ההוצאות של החברה (ללא הוצאות אחרות), הסתכמו בשנת 2015 בכ- 1.423 מיליארד ₪ - עם קצב גידול שנתי של כ- 2.74% במהלך 2012-2015. ברבעון הראשון של 2016, סה"כ ההוצאות (ללא הוצאות אחרות) הסתכמו בכ- 369.1 מיליון ₪.
98. בין השנים 2012 ל- 2015 הרווחיות הגולמית קטנה בכ- 1.4 נקודות האחוז, הרווחיות התפעולית (EBIT) – הכוללת הוצאות פחת והפחתות, קטנה ב- 2.7 נקודות האחוז בין 2012 ל- 2015. רווחיות ה- EBITDA – שהינה הרווחיות התפעולית ללא פחת והפחתות, קטנה עם השנים ונעה בין 34.0% ל- 28.8%.

תרשים 16: הוצאות קרדן רכב, סולו (ללא הוצאות/הכנסות אחרות) באלפי ₪



מקור: עיבוד מנתוני החברה

תרשים 17: רווחיות קרדן רכב (סולו)



מקור: טיכוד מנחוני החברה

99. הנחת המוצא במודל הערכת השווי היא כי מבנה ההוצאות יהיה בממוצע זהה למבנה ההוצאות ההיסטורי של החברה, אולם כנמסר לנו מקרדן רכב, האחרונה צופה התיעלויות, בין היתר בהוצאות תפעול בגין השכרת רכבים, בשיקול זאת, ההנחות העיקריות בצד ההוצאות במודל הן לפיכך כדלקמן:

- **הוצאות תפעול בגין השכרת רכבים כשיעור מההכנסה של ליסינג והשכרת רכבים, יתכנסו לכדי 80% (בשנים 2014 ו-2015, הן היוו 86.3% ו-83.6%).**
- **הוצאות מכירה ושיווק: יהוו כ- 4% מההכנסות בשנה המייצגת (בשנים 2014 ו-2015 הן היוו 2.9% ו-5.1% בהתאמה).**
- **הוצאות הנהלה וכלליות: יהוו כ- 2.4% מההכנסות בשנה המייצגת (בשנים 2014 ו-2015 הן היוו 2.7% ו-2.6% בהתאמה, עם מגמת ירידה מהשנים המוקדמות יותר).**

7.1.3. צד ההשקעות: ההשקעות בהון החוזר

100. בדרך כלל ההון החוזר התפעולי אינו כולל מזומנים ושווי מזומנים, ואולם כפי שנמסר לנו מהחברה, קרדן רכב צריכה לשמור על יתרת מזומנים פנויה לשם פעילותה השוטפת. מטרת מזומנים אלו היא לבצע רכישות מזדמנות של רכבים וכן להפחית את תלות החברה בתזמון המדיק של התשלומים לספקי האשראי של החברה.

101. מניתוח הנתונים הכספיים עולה כי ההון החוזר התפעולי נטו, המוגדר כעודף הנכסים השוטפים התפעוליים על ההתחייבויות השוטפות התפעוליות, כשיעור מההכנסות, נע בשנים האחרונות בין -0.3% לכ-19.3%, ובממוצע כ-10.4%. נתונים אלו כוללים 50% מהמזומנים במאזנים, המשמשים לפעילות, להערכתנו.

טבלה 1: קרדן רכב השקעות בהון חוזר נטו (מיליוני ₪)					
2016 Q1 A	2015	2014	2013	2012	
(285.9)	(215.6)	(148.2)	(96.5)	(3.4)	הון חוזר תפעולי, נטו (כולל מזומנים המשמשים לפעילות)
-19.3%	-15.0%	-10.4%	-7.1%	-0.3%	% מההכנסות
					ממוצע -10.4%
(70.3)	(67.4)	(51.7)	(93.0)	NA	Δ בהון חוזר תפעולי נטו
-19.0%	-4.7%	-3.6%	-6.8%	NA	% מההכנסות
(1,066.2)	10.4	58.6	6.0	NA	Δ הכנסות
6.6%	-650.2%	-88.3%	-1557.6%	NA	גישת ה-Flows

מקור: עיבוד מנתוני החברה על-פי הדוחות הכספיים

102. השיעור השלילי של ההון החוזר התפעולי נטו גדל בעקביות עם השנים, אנו מניחים כי גידול זה יתמתן עם השנים ולפיכך ההנחות במודל הן כדלקמן:

- הונח כי שיעור המזומנים המשמשים לפעילות הם 50% מהמזומנים במאזן.
- הונח כי ההון החוזר התפעולי נטו ינוע בין 15% - (כמו בסוף 2015) עד לכדי 18% - מההכנסות בשנה המייצגת.

7.1.4 צד ההשקעות: השקעות הוניות והוצאות פחת והפחתות

103. מטרת ההשקעה ברכוש קבוע הינה כפולה:

- 103.1. השקעה כדי לשמר את המצב הקיים. במסגרת זו הוצאות הפחת זהות להשקעה ברכוש קבוע;
 - 103.2. השקעה לצורך צמיחה. במסגרת זו הוצאות הפחת נמוכות מההשקעות ברכוש קבוע.
104. הנתונים מראים כי הרכוש קבוע (נטו) מהווה כ- 141.3% בממוצע מההכנסות השנתיות; ה- Capex עומד בממוצע שנתי על 27.6% מההכנסות. הפחת וההפחתות השנתיות מהווים בממוצע כ- 28.3% מההכנסות ועל כ- 20% מהרכוש הקבוע נטו. מנקודת מבט אחרת, בשנים 2013-2014 הפחת השנתי מהווה כ- 20% - 21% מיתרת הפתיחה של הרכוש הקבוע.
105. פעילות החברה נמצאת כיום בשלבי בגרות (Mature Company), בשוק תחרותי ומוגבל, ולכן:

- הונח כי ה- Capex יעמוד על כ- 25%-23% מההכנסות השנתיות, כדי לתמוך בפעילות.
- הונח כי הוצאות הפחת והפחתות יהיו כ- 22.5%-21% מיתרת הפתיחה של הרכוש הקבוע לאותה השנה, כך שלרוב ההשקעות ההוניות יהיו גבוהות במעט מהפחת וזאת כדי לתמוך בהמשך צמיחה מתונה.

טבלה 2: קרדן רכב - השקעות הוניות והוצאות פחת והפחתות (מיליוני ₪)

2016 Q1 A	2015	2014	2013	2012	
2,040.3	2,002.2	2,026.5	1,997.6	1,869.1	רכוש קבוע נטו, כולל צי כלי רכב להשכרה
551.7%	139.4%	142.2%	146.1%	137.3%	% מההכנסות
				141.3%	ממוצע (ללא 2016 Q1)
12.3	12.8	9.8	7.6	7.4	רכוש בלתי מוחשי, נטו
					השקעות הוניות
1.0	9.9	6.6	4.3	3.9	השקעות ברכוש קבוע, נטו
					השקעות בכלי רכב חדשים לפעילות
300.0	874.0	948.2	959.5	818.0	רכישת צי כלי רכב להשכרה
(164.4)	(575.8)	(524.9)	(483.1)	(497.8)	בתוספת עלות מופחתת
135.6	298.2	423.3	476.5	320.2	רכישת צי כלי רכב להשכרה, נטו
136.6	308.1	429.8	480.8	324.0	סה"כ CapEx, נטו
36.9%	21.5%	30.2%	35.2%	23.8%	CapEx % מההכנסות
				27.6%	ממוצע (ללא 2016 Q1)
96.1	401.3	409.6	378.5	392.3	סה"כ פחת והפחתות (כולל כלי רכב)
26.0%	27.9%	28.7%	27.7%	28.8%	% מההכנסות
				28.3%	ממוצע (ללא 2016 Q1)
4.7%	19.9%	20.1%	18.9%	20.9%	% מרכוש קבוע ורכוש בלתי מוחשי נטו
				20.0%	ממוצע (ללא 2016 Q1)

מקור: עיבוד מנתוני החברה על-פי הדוחות הכספיים

7.1.5. מיסוי

106. שיעור מס החברות החל על קרדן רכב עומד על שיעור המס הסטטוטורי בישראל. לקרדן רכב שומות מס משנים שונות, המפרטות את עמדת מס הכנסה, לפיה הכנסותיה ממכירת כלי רכב הינן הכנסות פירותיות ולא רווחי הון. על כן, על פי מס הכנסה, קרדן רכב אינה זכאית ליישם את סעיף 96 לפקודת המס.²⁴

107. קרדן רכב חולקת על עמדת מס הכנסה בעניין זה, תוך ערעור על שומות אלו. ערעורים אלו מתנהלים בבתי משפט שונים נכון למועד הערכת השווי. במידה ועמדת רשויות מס הכנסה תתקבל במלואה על ידי בית המשפט בפסיקה חלוטה, קרדן רכב מציינת כי מעריכה שההשפעה התוצאתית המקסימלית נכון לסוף 2015 תסתכם בתוספת של כ- 25 מיליון ש"ח לחובות המס שלה (כולל ריבית והצמדה).²⁵

108. יודגש כי הח"מ אינו מומחה מס, ולכן סוגיה ספציפית זו – לכשתסתיים – אינה מובאת בחשבון במודל הערכת השווי (לרבות התוספת של 25 מיליון ₪ אם וכאשר תהיה כזו), שכן אין לח"מ יכולת להעריך את סיכויי קבלת עמדת קרדן רכב.

- לאור תנודתיות הגבוהה בשיעורי המס האפקטיביים של קרדן רכב, הונח, בתיאום עם החברה, כי המס השולי האפקטיבי שיחול על קרדן רכב הינו שיעור המס הסטטוטורי בישראל בגובה של 25%.

²⁴ סעיף 96 לפקודת המס קובע, כי בעת שנבע לחברה רווח הון ממכירת נכס בר פחת ניתן לדחות את ההכרה בו לצרכי מס, בדרך של קיזוז רווח ההון שנוצר במכירה מעלות הרכישה של הנכס בר פחת החדש. המשמעות המעשית של יצירת ההתחייבות הינה, הפרש עיתוי שכן בפועל תשלום המס בגין רווח ההון נדחה למועד עתידי.

²⁵ סוגיה זו והערכות קרדן רכב מפורטות בדוח הכספי לשנת 2015 של קרדן רכב בביאור 18, וכן בדוח כספי לשנת 2015 של קרדן ישראל המציג את הדוח הכספי של יוניברסל מוטורס ישראל - בדוח זה של UMI בביאור 23.

7.1.6. מאזן תפעולי

109. בטבלה שלהלן ניתן לראות את המאזן התפעולי של קרדן רכב. טבלה זו מציגה את המאזן מנקודת מבט כלכלית בערכים חשבונאיים, וכן את הנכסים הפיננסיים והתחייבויותיה הפיננסיות:

טבלה 3: מאזן תפעולי – קרדן רכב – נכסים והתחייבויות פיננסיות נטו (אלפי ₪)					
				31/03/2016	31/12/2015
				%	%
נכסים					
הון חוזר תפעולי נטו				-14.6%	(285,940)
צי כלי רכב להשכרה				103.5%	2,021,079
נכסי פעילות קבועים				1.0%	19,175
נכסי פעילות בלתי מוחשיים				0.6%	12,304
נכסים עודפים				9.5%	186,475
סה"כ				100.0%	1,953,093
התחייבויות והון					
התחייבויות פיננסיות נטו				79.1%	1,545,212
הון עצמי				20.9%	407,881
סה"כ				100.0%	1,953,093
מינוף				79.1%	79.3%

מקור: עיבוד מנתוני החברה ומדוחותיה הכספיים

110. כעולה מהמאזן התפעולי, נכסי החברה הסתכמו בשנת 2015 לכ- 1,983 מיליון ₪. ההתחייבויות הפיננסיות של החברה נטו (התחייבויות פיננסיות פחות נכסים פיננסיים) עמדו על כ- 1,573 מיליון ₪ בשנת 2015.

111. נכון לתאריך הערכת השווי, החברה ממונפת בשיעור של כ- 79.1% כאשר שיעור זה דומה למינוף קרדן רכב בשנת 2015 ובשנת 2014.

112. מהביאורים הכספיים של קרדן רכב עולה שקיימות תביעות כנגד קרדן רכב נכון לתאריך החתך²⁶, עם סיכויים שונים לקבלתן או לדחייתן.

יודגש שככל שנמסר לי, התביעות הללו – ככל שאלו קיימות ושרירות לא עתידות להשפיע על הערכת השווי, שכן, כפי שנמסר לי על ידי החברה, הערך החשבונאי של תביעות אלו (הפרשות במאזן – ככל שאלו קיימות) מייצג נאמנה את השווי הכלכלי של תביעות אלו, ועל כן ההפרשות במאזן באים לידי ביטוי בהערכת השווי.

7.1.7. שיעור ההיוון

113. שיעור ההיוון המשקף את הסיכון של פעילותה של קרדן חושב לפי נוסחת ה-WACC (Weighted Average Cost of Capital) – המשקללת את התשואה הנדרשת לכלל ספקי ההון של החברה, דהיינו בעלי המניות (הון עצמי) וספקי החוב (הון זר).

114. נוסחת ה-WACC הינה כדלקמן:

$$WACC = \frac{E}{E+D} R_e + \frac{D}{E+D} R_d (1 - \tau_c)$$

²⁶ להרחבה ראו ביאור 27 ב' בדוח כספי המבוקר לשנת 2015 של קרדן רכב בע"מ.

כאשר:

E – שווי השוק של הון המניות;

D – שווי השוק של החוב;

R_e – תוחלת מחיר ההון הנדרש על-ידי בעלי המניות;

R_d – תוחלת מחיר החוב השולי הנדרש על-ידי בעלי החוב;

τ_c – שיעור מס חברות השולי של החברה;

115. יודגש כי התחשיבים והערכות הפרמטרים של שיעור היוון נעשו עבור מצב כלכלי נתון בנקודת הזמן הרלבנטית, ובמקרה דנן, בנקודת הזמן של יום ה- 31/03/2016 (או סמוך ליום זה ככל הניתן, וככל שהנתונים זמינים). להלן פירוט ההנחות והפרמטרים לחישוב שיעור היוון של קרדן רכב:

115.1. **שווי E (ההון העצמי) ו- D (החוב):** השימוש בנוסחת ה- WACC מניח כי לאורך השנים לחברה מבנה הון קבוע, דהיינו היחס בין החוב להון העצמי נשאר קבוע. בהתאם לניתוח מאזן החברה לפי מבנה הכלכלי הונח יחס חוב למאזן של כ- **79.1%** ויחס הון עצמי למאזן של כ- **20.9%**, בפרט כאשר יחס זה היה ד"י קונסיסטנטי בשנים האחרונות.

115.2. **תוחלת מחיר החוב השולי של החברה, R_d:** מחיר החוב השולי נאמד באמצעות חישוב ממוצע משוקלל של שיעורי הריבית שקרדן רכב משלמת בגין חובותיה. אומדן זה עומד על כ- **3.1%**. בנוסף ביום ה- 20/01/2016 קרדן רכב הרחיבה את אגרת החוב שלה מסדרות ח' (שאינה צמודה למדד) בריבית אפקטיבית של כ- **27.3%**.²⁷ הרחבת האג"ח סמוך למועד הערכת השווי הינה אינדיקציה טובה לתוחלת מחיר החוב השולי של קרדן רכב. לפיכך נעשה שימוש במחיר חוב של **3.06%**.

115.3. **שיעור המס, τ_c:** שיעור המס השולי הונח להיות זהה לשיעור המס הסטטוטורי שיחול על קרדן רכב מתאריך התחלת תחזית המודל – **25.0%**.

115.4. **תוחלת מחיר ההון הנדרש על ידי בעלי המניות, R_e:** חושבה באמצעות מינופה של תוחלת התשואה הנדרשת על הנכסים, **R_A**, בהתאם למבנה הון הצפוי של החברה, לפי הנוסחה הבאה:

$$R_e = R_A + \frac{D}{E}(R_A - R_d)$$

כאשר:

- **תוחלת התשואה הנדרשת על הנכסים, R_A,** חושבה באמצעות מודל ה- CAPM (Capital Asset Pricing Model), שהינו המודל המקובל בפרקטיקה לחישובי שיעורי היוון לנכסים שונים. מודל זה מגלם שני מרכיבים חשובים בקביעת מחיר ההון. ראשית המודל מגלם את הריבית חסרת הסיכון המפצה את המשקיעים בגין ערך הזמן. ריבית זו יכולה להיגזר מאג"ח ממשלתית (בדירוג גבוה), מלווה קצר מועד ועוד, והכל בהתאם לאופק פעילות החברה, ושנית, המודל מוסיף ומגלם את פרמיית הסיכון של אותו הנכס ביחס לשוק. נוסחת המודל היא כדלקמן:

²⁷ ראו דוח כספי רבעון 1 לשנת 2016 של קרדן ישראל בע"מ ביאור א'.

$$R_A = R_f + \beta_A MRP$$

- **R_f – ריבית חסרת סיכון.** לפי נתוני בנק ישראל נכון למועד הערכת השווי הריבית הנומינלית הנגזרת מאמידת עקום אפס ל-15 שנה הינה **2.60%**;
- **β_A – הביטא של הנכסים ביחס לשוק.** ערך הביטא של הנכסים חושב על ידי מינוף מחדש של ממוצע משוקלל של הביטאות הבלתי-ממונפת (מתוקנת למזומנים), שנלקחו ממאגר המידע של המלומד הפרופ' דמודרן (Aswath Damodaran)²⁸, מתעשיות: קמעונאות רכב וחלקים לרכב. ערך הביטא המשוקלל עמד על **0.97** נכון לתאריך החתך.
- **MRP – פרמיית הסיכון:** עודף תוחלת התשואה של תיק השוק ביחס לנכס חסר הסיכון (ריבית חסרת סיכון). פרמיית הסיכון המתאימה למדינת ישראל לפי נתוני Damodaran (העדכנית ביותר לתאריך הערכת השווי) היא **7.05%**.

116. להלן תמצית הנתונים ושיעור היוון:

טבלה 4: הפרמטרים לחישוב מחיר ההון המשוקלל עבור קרדן רכב		
פרמטר	ערך	הערות
R_f	2.60%	בנק ישראל, הריבית הנומינלית הנגזרת מאמידת עקום אפס ל-15 שנה
β_a	0.97	ממוצע משוקלל של ביטאות בלתי ממונפת עבור תעשיות: קמעונאות רכב וחלקים לרכב, נתוני דמודרן
R_d	3.06%	ממוצע משוקלל של שיעורי הריבית בגין חובות החברה
MRP	7.05%	פרמיית סיכון שוק, נתוני דמודרן עבור ישראל
R_a	9.46%	התשואה הבלתי ממונפת הנדרשת על הנכסים
$E/(E+D)$	20.88%	עפ"י מאזן תפעולי לסוף Q1 2016
$D/(E+D)$	79.12%	תוצאתי
T_c	25.00%	המס השולי החל על החברה, הנחה זהה למס הסטטוטורי החל על החברה
WACC	8.85%	

לפיכך, שיעור ההיוון במודל הערכת השווי עבור קרדן רכב הינו **8.85%** נומינלי (גם אומדני תזרימי המזומנים במודל הם נומינליים).

²⁸Aswath Damodaran הוא פרופסור נודע ובעל שם עולמי למימון באוניברסיטת ניו-יורק (NYC) והוא מספק מאגר מידע מקיף בתחום המימון בכלל והערכות שווי ואומדנים בפרט.

7.1.8. מודל הערכת שווי קרדן רכב

טבלה 5: מודל הערכת השווי בשיטת ה-DCF עבור קרדן רכב (במיליוני ₪)

מ"י	2020F	2019F	2018F	2017F	2016F	2016 Q1 A	2015	2014	2013	2012	
הכנסות (סולו)											
הכנסות מליסינג ומהשכרת רכב	976.7	957.5	938.8	920.3	885.3	212.7	881.1	881.8	857.9	855.9	
% שינוי	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	0.5%	-75.9%	-0.1%	2.8%	0.2%	NA	
הכנסות ממכירת רכב	992.2	972.7	953.6	934.9	916.4	157.1	554.9	543.8	509.1	505.1	
% שינוי	2.0%	2.0%	2.0%	3.2%	60.1%	-71.7%	2.1%	6.8%	0.8%	NA	
סה"כ הכנסות	1,968.8	1,930.2	1,892.4	1,855.3	1,818.7	369.8	1,436.0	1,425.6	1,367.0	1,361.0	
% שינוי	2.0%	2.0%	2.0%	2.5%	23.5%	-74.2%	0.7%	4.3%	0.4%	NA	
עלות המכירות											
הוצאות תפעול בגין השכרה	(781.3)	(782.5)	(783.3)	(783.8)	(784.0)	(167.6)	(737.0)	(761.2)	(717.2)	(726.6)	
עלות מופחתת של כלי הרכב	(942.5)	(924.2)	(906.1)	(888.4)	(870.8)	(164.4)	(575.8)	(524.9)	(483.1)	(497.8)	
סה"כ עלות המכירות	(1,723.9)	(1,706.7)	(1,689.5)	(1,672.2)	(1,654.9)	(332.0)	(1,312.8)	(1,286.2)	(1,200.3)	(1,224.4)	
רווח גולמי											
השכרת רכב (Avis)	195.3	175.0	155.4	136.5	118.3	45.1	144.1	120.6	140.7	129.3	
כ- % מההכנסה של המגזר	20.0%	18.3%	16.6%	14.8%	13.1%	21.2%	16.4%	13.7%	16.4%	15.1%	
מכירת רכב (Avis)	49.6	48.5	47.5	46.5	44.1	(7.3)	(20.8)	18.8	26.0	7.3	
כ- % מההכנסה של המגזר	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-4.7%	-3.8%	3.5%	5.1%	1.4%	
סה"כ רווח גולמי	244.9	223.5	202.9	183.0	163.8	37.8	123.2	139.4	166.7	136.6	
כ- % מההכנסה	12.4%	11.6%	10.7%	9.9%	9.0%	10.2%	8.6%	9.8%	12.2%	10.0%	
הוצאות תפעוליות											
הוצאות מכירה ושיווק	(78.8)	(71.3)	(64.1)	(57.2)	(50.5)	(27.4)	(73.1)	(41.8)	(40.7)	(47.2)	
הנהלה וכלליות	(47.3)	(46.1)	(45.0)	(43.9)	(42.9)	(9.7)	(37.2)	(38.3)	(39.3)	(40.5)	
סה"כ הוצאות תפעוליות	(126.0)	(117.4)	(109.1)	(101.1)	(93.3)	(37.1)	(110.3)	(80.1)	(80.0)	(87.7)	
כ- % מההכנסה	6.4%	6.1%	5.8%	5.4%	5.1%	10.0%	7.7%	5.6%	5.9%	6.4%	
רווח תפעולי (EBIT)	118.9	106.1	93.8	81.9	70.5	0.7	12.9	59.3	86.7	49.0	
כ- % מההכנסה	6.0%	5.5%	5.0%	4.4%	3.9%	0.2%	0.9%	4.2%	6.3%	3.6%	
פחת	465.7	455.0	446.0	439.1	434.6	96.1	401.3	409.6	378.5	392.3	
EBITDA	584.6	561.1	539.8	521.0	505.1	97	414	469	465.2	441	
כ- % מההכנסה	29.7%	29.1%	28.5%	28.1%	27.8%	26.2%	28.8%	32.9%	34.0%	32.4%	
הכנסות (הוצאות) מימון, נטו						(10.3)	(49.8)	(84.1)	(72.1)	(75.6)	
חלק החברה בחברות מוחזקות (הוצאות) הכנסות אחרות						3.4	8.4	(7.7)	5.5	3.4	
						-	-	8.4	1.4	0.3	
רווח תפעולי לפני מס (עבור התחזית - EBIT)	118.9	106.1	93.8	81.9	70.5	(6.2)	(28.4)	(24.1)	21.5	(22.9)	
כ- % מההכנסה	6.0%	5.5%	5.0%	4.4%	3.9%	3.4%	-2.0%	-1.7%	1.6%	-1.7%	
(הוצאות) הכנסות מיסים	(29.7)	(26.5)	(23.4)	(20.5)	(17.6)	(14.9)	8.1	(15.3)	0.1	7.2	
רווח נקי	89.2	79.6	70.3	61.5	52.9	44.6	21.1	44.0	86.8	56.1	
כ- % מההכנסה	4.5%	4.1%	3.7%	3.3%	2.9%	2.5%	1.5%	3.1%	6.4%	4.1%	
התאמות לתחזית											
פחת והפחותות	465.7	455.0	446.0	439.1	434.6	396.4					
Δ השקעות בהון חוזר תפעולי נטו	68.9	65.6	62.4	59.4	56.4	53.2					
השקעות הוניות נטו	(492.2)	(475.3)	(458.8)	(442.9)	(427.3)	(410.0)					
תזרים מזומנים חופשי שנתי לחברה (FCFF)	131.6	124.9	120.0	117.1	116.5	84.2					
FCFF מותאם לחלקיות השנה	131.6	124.9	120.0	117.1	116.5	63.3					
פקטור היוון	0.70	0.70	0.76	0.83	0.90	0.97					
ערך נוכחי של ה-FCFF	87.1	91.1	96.7	104.8	61.3						
ערך נוכחי של השנה המייצגת	1,339.5										

בבעלותה של קרדן רכב חברת בת, סיכום מבנים תעשיית מבנים ופתוח בע"מ (סיכום), בבעלותה המלאה, שהינה חברה פרטית בעלת זכויות חכירה מהוונות במקרקעין בשטח של כ- 66 דונם המצויים באזור התעשייה בלוד. החברה מצויה בשלבי הקמה של מרכז לוגיסטי ומשרדי ההנהלה של החברה במקרקעין, ששימשו את החברה ואת UMI. סיכום ונכסיה הוחשבו כנכסים עודפים, הגם שהקרקע בבעלותה כאמור תשמש בעתיד לפעילות תפעולית (מתוך דוח כספי קרדן רכב לשנת 2015, ביאור 10, וכן ס' 1), מאחר ותזרים המזומנים שנבנה מבוסס על מכנה הפעילות הנוכחי של החברה.

7.1.8.1. ניתוח רגישות של ממצאי הערכת השווי בשיטת ה- DCF עבור קרדן רכב

117. להלן ניתוחי רגישות של הפרמטרים השונים בהערכת השווי והשפעתם על שווי 100% מהון המניות של קרדן רכב נכון למועד הערכת השווי ביחס לתרחיש הבסיס (המודגש בצבע):

טבלה 6: ניתוחי רגישות על הפרמטרים השונים בשיטת ה- DCF עבור קרדן רכב (מיליוני ₪)

שיעור הצמיחה בשנה המייצגת						שינוי	שיעור ההון
+20.0%	+10.0%	0%	-10.0%	-20.0%			
2.4%	2.2%	2.0%	1.8%	1.6%			
747.7	714.4	683.4	654.5	627.3	8.0%	-10.0%	
594.3	568.1	543.6	520.5	498.8	8.4%	-5.0%	
461.9	441.3	421.8	403.4	386.1	8.9%	0.0%	
346.6	330.2	314.8	300.2	286.3	9.3%	+5.0%	
245.2	232.3	220.1	208.5	197.4	9.7%	+10.0%	

התוצאות הן שווי הון המניות של החברה,

7.1.9. תוצאות הערכת השווי של קרדן רכב

118. מהערכת השווי בשיטת ה- DCF עולה כי האומדן לשווי הון המניות של קרדן רכב נכון למועד הערכת השווי, הינו:

קרדן רכב
שווי ההון עצמי של קרדן רכב בע"מ
בשיטת ה- DCF:
421.8 מיליון ₪
(נכון ל- 31/03/2016 בשיטת ה- DCF)

8. הערכת שווי UMI

8.1. הערכת שווי בשיטת ה-DCF

8.1.1. הנתונים וההנחות בהערכת השווי של UMI

119. **אופק תחזית ותאריך החתך להיוון** – מודל הערכת השווי חוזה את הנתונים הפיננסיים של החברה (סולו) לתקופה שבין 2016 ל-2020, ולאחר שנה זו המודל חוזה את השנה המייצגת של פעילות החברה. כמו כן, תאריך החתך שאליו מהווים כל התזרימים במודל הינו **31/03/2016**.

120. **הנחת מפתח: הערכת השווי ל- UMI מבוצעת תחת ההנחה כי החברה תמשיך להתקשר בהסכמי זיכיון עם GM – מפני שעיקר הכנסותיה מקורן בייבוא ושיווק של כל רכב וחלפים מתוצרת GM.**

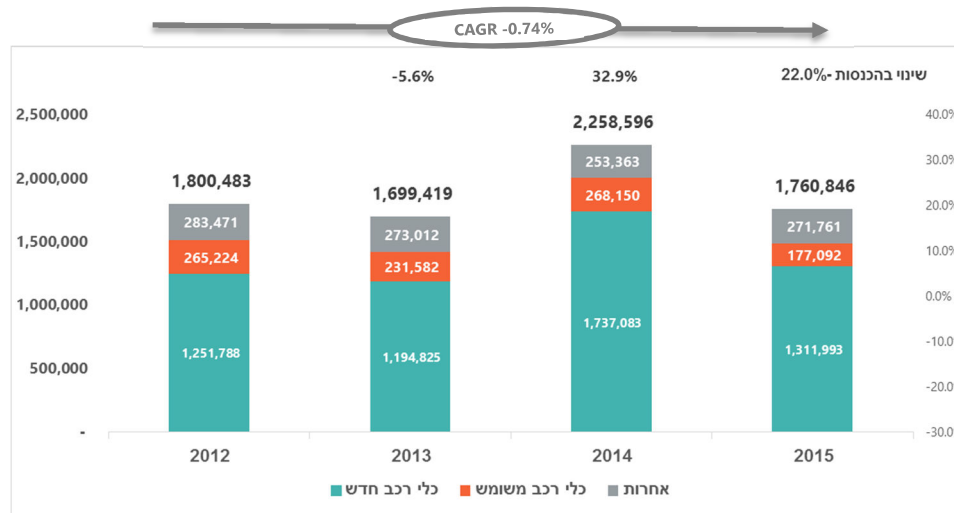
8.1.1.1. צד ההכנסות

121. כאמור, לחברה שני מחוללי הכנסות עיקריים: מכירות רכבים; ואספקת שירותים נלווים, כגון מכירת חלפים. עד ינואר 2016, החברה עסקה גם בפעילות הטרייד-אין, שכאמור הועברה תחת חברת בת של קרדן רכב.

122. נכון לסוף שנת 2015, לחברה היו הכנסות של כ- 1.76 מיליארד ₪, עם CAGR של -0.74% בין השנים 2012 ל- 2015 עיקר ההכנסות נבעו ממכירות כלי רכב חדשים (כ- 69%-77% מההכנסות בשנים אלו) ופחות מהם ההכנסות מכלי רכב משומשים (כ- 15%-10%). בשנת 2015 74.5% נבעו ממכירות כלי רכב חדשים וכ- 10.0% מכלי רכב משומשים. ברבעון הראשון של 2016 לחברה היו הכנסות של 486.7 מיליון ₪

123. בין השנים 2012-2015 מכירות כלי הרכב החדשים (בערכים מוניטריים) השתנו ב- CAGR של כ- -1.6%, וקצב מכירות כלי הרכב המשומשים באותה התקופה השתנה בקצב ממוצע של -12.6%.

תרשים 18: הכנסות UMI (סולו) באלפי ₪



מקור: עיבוד מנתוני החברה – דוחות כספיים.

124. תחזית ההכנסות העתידיות מתבססת על הסביבה העסקית; על התחרות העזה השוררת בשוק שבה פועלת החברה; על סמך הנתונים ההיסטוריים שלה; הציפיות העתידיות בשינוי ההכנסות שנמסרו לנו

מהחברה.

125. כפי שנמסר לנו מהחברה, בשנת 2016, החברה צופה גידול של כ- 42% ממספר כלי הרכב הנמכרים על-ידה, זאת בעיקר לאור השקת דגמים חדשים של הרכבים שהחברה מייבאת, על-ידי ריענון מותג שברולט וקאדילק, באמצעות 6 השקות חדשות במהלך 2016: ספארק, מליבו, אקווינוקס, קאמרו, קפטיבה 7- מקומות, וקאדילק (CT6, XT5).²⁹

126. מחד, בין השיקולים לגידול בשיעור הצמיחה בהכנסות הם השילוב של צמיחת התוצר, האינפלציה הצפויה ותחזית גידול האוכלוסייה. גם בבחינה של הגידול ביבוא רכבים ב- 20 השנה האחרונות רואים שיעורי צמיחה גבוהים יותר. מאידך – ישנם שיקולים המגבילים שיעור זה כגון הרגולציה שהתחילה להתגבש בוועדת זליכה, ואף לפני כן, להגברת התחרות ופתיחת השווקים וכרסום ברווחי חברות יבוא הרכב. גם התלות ביצרנים הוא סיכון. המגמות ארוכות הטווח גם עשויות להיות לשיפור התחבורה הציבורית בישראל (למשל קווי הרכבת התחתית שהתחילו להיות מיושמים בגוש דן), על חשבון הרכב הפרטי. להערכתנו, ביחס לרוב הסיכונים, אם יתממשו הם צפויים להקטין את שיעור הגידול בצמיחה ויש מעט גורמי סיכון שעשויים להביא לגידול מפתיע ברווח.

127. גם כאן אדגיש כי ברמה התיאורטית-מתודולוגית הערכת שווי בשיטת ה- DCF אמורה להיות מבוצעת על תחולת תזרים מזומנים חופשיים. במקרה דנן תוחלת זו אמורה להיות מושפעת גם מסיכויי המשך ההתקשרות עם GM שהינה התקשרות עם ספק/יצרן מהותי. כנמסר לנו מהחברה אין סיבה סבירה שהתקשרות זו תיפסק בעתיד הקרוב ואין יכולת להעריך הסתברות של הפסקה בלתי צפויה של התקשרות זו. תוחלת התזרים במודל אינה מביאה אפשרות זו באופן מפורש ועל כן בחרתי להקטין את שיעור הגידול הפרמננטי (המייצג את הטווח הארוך).

- לפיכך הונח במודל הערכת השווי כי הכנסות החברה בשנת 2016 תהיינה לפי ציפיות ההנהלה. משנת 2017 ועד לשנה המייצגת הונח כי קצב הגידול בהכנסות יקטן בהדרגתיות עד לכדי קצב גידול של כ- 2.0% (נומינלי), כאשר קצב גידול של 2.0% (נומינלי) הונח גם בשנה המייצגת.

8.1.1.2. צד ההוצאות

128. עלות המכירות היוו את עיקר ההוצאות של החברה. כ- 90%-91% מסך ההוצאות בשנים 2015-2012, וכ- 86.1%-90.2% מההכנסות, כאשר בשנים 2014 ו- 2015, הן היוו 86.7% ו- 88.3% מהמכירות בהתאמה. יתר ההוצאות מיוחסות להוצאות מכירה, הנהלה וכלליות – אשר כללו בין היתר דמי ניהול שנעו בין 6.7 מיליון ₪ לכ- 12.7 מיליון ₪ בשנה במהלך תקופה זו.

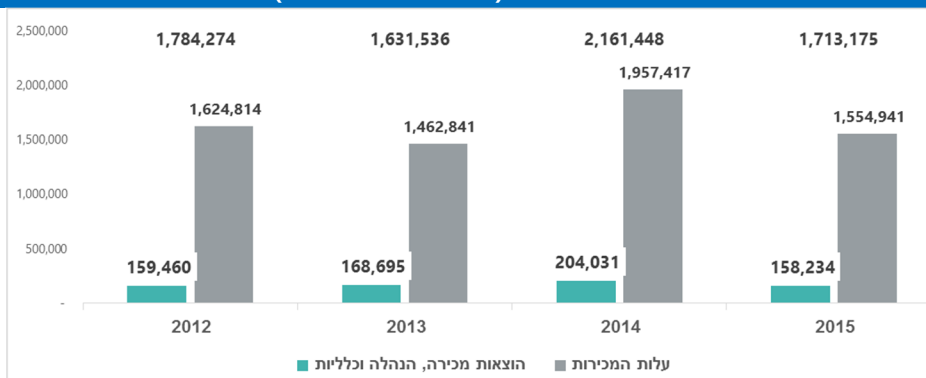
129. בין השנים 2012-2015 עלות המכירות השתנו בקצב שנתי ממוצע של כ- 1.45%, עם גידול חד פעמי בהוצאות אלו בשנת 2014 בגין כלי רכב חדשים בגובה של כ- 542 מיליון ₪. הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות השתנו באותה התקופה בקצב ממוצע שנתי של כ- 0.26%.

²⁹ כמו כן, כנמסר לנו מהחברה: בוצעה עבודה נרחבת על ידי חברה לייעוץ אסטרטגי שפירטה את המקורות האפשריים לחסכון (בגדול: מכירת רכב, מוסכים וכו'). בפועל, טרם הצלחנו להראות חסכון בפרמטרים וחלק מהתוכניות לא מיושמות.

130. סך ההוצאות בשנת 2015 (ללא הוצאות אחרות) עמדו על כ- 1.71 מיליארד ₪. במהלך 2012-2015 סך ההוצאות השתנו בקצב שנתי ממוצע של כ-1.35%.

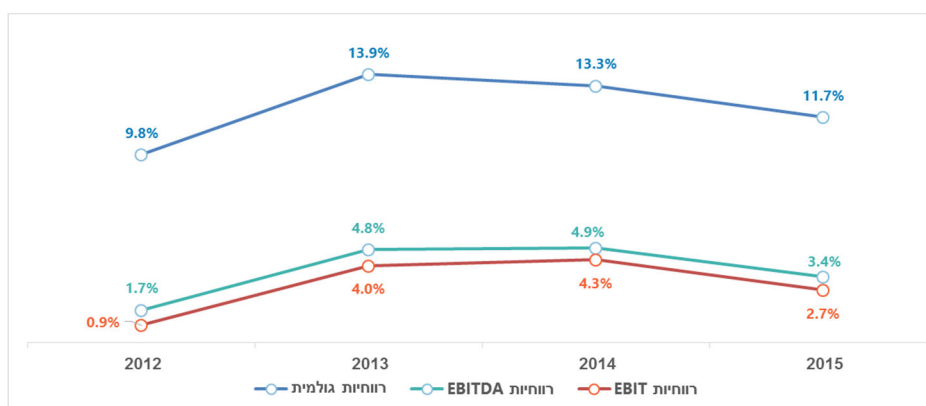
131. בין השנים 2012 ל- 2015 הרווחיות הגולמית השתפרה בכ- 1.9% נקודות האחוז – עלייה מ- 9.8% בשנת 2012 ל- 11.7% בשנת 2015. הרווחיות התפעולית (EBIT), גדלה ב- 1.8 נקודות האחוז בין 2012 (0.9%) ל- 2015 (2.7%), ורווחיות ה- EBITDA – השתפרה אף היא בהתאם ככ- 1.7% נקודות האחוז בין 2012 (1.7%) ל- 2015 (3.4%).

תרשים 19: הוצאות UMI (ללא הוצאות אחרות) באלפי ₪



מקור: עיבוד מדוחות כספיים של החברה

תרשים 20: רווחיות UMI (סולו)



מקור: עיבוד מדוחות כספיים של החברה

132. כנמסר לנו החברה, בשנת 2016 צפויים להתרחש השיפורים הבאים בפעילותה של UMI:

- 132.1. שיפור במחירי יצרן (ספק) שברולט;
- 132.2. קיטון של 5% בהוצאות בשל מעבר פעילות הטרייד-אין לקרדן רכב (באמצעות חברת דן-ליס).
- 132.3. מצבת כוח האדם השייכת לפעילות הטרייד-אין הועברו כ- 50 עובדים לחברת בת בשנת במהלך שנת 2015. השלכות הקיטון בהוצאות שכר בגינם תבוא לידי ביטוי בשנת 2016.

133. לפיכך, ההנחות העיקריות בצד ההוצאות בהערכת שווי החברה הן כדלקמן:

- **עלות המכירות:** אנו מניחים שעלות זו תעמוד על שיעור של 89% מההכנסות בשנת 2016 ותתכנס בהדרגתיות ל- 88% בשנה.

- **הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות (ללא דמי ניהול):** יהיו כ- 7.5%-7.4% מההכנסות – נמוך בכ- 1.2% נקודות האחוז מהמוצע בשנים האחרונות, לאור השיפורים המתוכננים שהוזכרו לעיל.
- **דמי ניהול:** על פי הבהרות שנתקבלו מהחברה, דמי הניהול משולמים בגין שירותי ניהול מפני שבעלי המניות היו חלק מניהול UMI (חברות בדיקטוריון, ועדות גידור מט"ח וכד'), ולכן אנו מניחים כי דמי הניהול הם לשם פעילות תפעולית.
- דמי הניהול החזויים במודל נגזרים מהביצועים החזויים של החברה בהתאם לתחשיבים בהסכמי דמי הניהול, והם מוגבלים בתקרה של 10 מיליון ₪ צמוד למדד חודש דצמבר 2001 (או כ- 12.821 מיליון ₪ נכון לסוף 2015).³⁰

8.1.1.3. צד ההשקעות: ההשקעות בהון החוזר

134. בדרך כלל ההון החוזר התפעולי אינו כולל מזומנים ושווי מזומנים, ואולם כפי שנמסר לנו, החברה צריכה לרתק חלק מהמזומנים לשם פעילותה השוטפת.
135. מניתוח הנתונים הכספיים עולה כי ההון החוזר התפעולי נטו, כשיעור מההכנסות, נע בשנים האחרונות בין 21.4% לכ- 26.0%, ובמוצע כ- 23.8%. נתונים אלו כוללים 50% מהמזומנים במאזנים המשמשים לפעילות להערכתנו.

טבלה 7: UMI השקעות בהון חוזר נטו (מיליוני ₪)					
2016 Q1 A	2015	2014	2013	2012	
492.8	376.5	496.9	442.5	434.2	הון חוזר תפעולי, נטו (כולל מזומנים המשמשים לפעילות)
25.3%	21.4%	22.0%	26.0%	24.1%	% מההכנסות
					23.8%
116.3	(120.4)	54.4	8.3	434.2	Δ בהון חוזר תפעולי נטו
23.9%	-6.8%	2.4%	0.5%	NA	% מההכנסות
(1,274.2)	(497.8)	559.2	(101.1)	NA	Δ הכנסות
-9.1%	24.2%	9.7%	-8.2%	NA	גישת ה- Flows

מקור: עיבוד מידע כספיים של החברה

136. ברבעון הראשון של 2016, ההון החוזר מההכנסות עמד על כ- 25.3%, ולכן במודל הונחו הנתונים להלן:
- הונח כי שיעור המזומנים המשמשים לפעילות הוא 50% מהמזומנים במאזן.
 - הונח כי הון החוזר התפעולי נטו יהיה בשנת 2016 25.0% מההכנסות, עם מגמת ירידה לכ- 24% בשנה המייצגת.

8.1.1.4. צד ההשקעות: השקעות הוניות והוצאות פחת והפחתות

137. הרכוש קבוע (נטו) היוו כ- 9.1% במוצע מהכנסותיה השנתיות של החברה; ההשקעות הוניות היו במוצע שנתי על 0.4% מההכנסות. הפחת וההפחתות השנתיות היוו במוצע כ- 0.7% מההכנסות ועל כ- 6.2% מהרכוש הקבוע נטו.

³⁰ כמתואר בדוח כספי של קרדן ישראל לשנת 2015, ס' 9.20.2.

טבלה 8: UMI - השקעות הוניות והוצאות פחת והפחתות (מיליוני ₪)

2016 Q1 A	2015	2014	2013	2012	
149.2	148.5	171.9	174.0	183.9	רכוש קבוע נטו
30.7%	8.4%	7.6%	10.2%	10.2%	% מההכנסות
				9.1%	ממוצע (ללא Q1 2016)
1.2	1.4	1.8	1.9	1.9	רכוש בלתי מוחשי, נטו
					השקעות הוניות
3.3	(12.1)	10.4	3.2	3.7	השקעות ברכוש קבוע, נטו
0.0	0.5	0.8	0.9	1.0	השקעות ברכוש בלתי מוחשי
3.3	(11.7)	11.2	4.1	4.7	סה"כ CapEx, נטו
0.7%	-0.7%	0.5%	0.2%	0.3%	% CapEx מההכנסות
				0.4%	ממוצע (ללא השקעות שליליות)
2.8	12.6	13.5	13.9	14.1	סה"כ פחת והפחתות
0.6%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	% מההכנסות
				0.7%	ממוצע (ללא Q1 2016)
1.9%	8.4%	7.8%	7.9%	0.7%	% מרכוש קבוע ורכוש בלתי מוחשי נטו
				6.2%	ממוצע (ללא Q1 2016)

מקור: עיבוד מנתוני החברה

138. כנמסר לנו, לא צפויות השקעות הוניות חריגות בחברת UMI (סולו), ולכן הונחו ההנחות הבאות:

- הונח כי הוצאות הפחת והפחתות יהיו כ- 0.7% מההכנסות בדומה לנתונים ההיסטוריים.
- הונח כי ה- Capex יעמוד על כ- 0.8% מההכנסות השנתיות, כדי לתמוך בפעילות. שיעור השקעה זה גבוה משיעור ההשקעה הממוצע השנתי וזאת כדי לתמוך בפעילות מעבר לשיעור הפחת.

8.1.1.5. מיסוי

139. שיעור מס החברות החל על החברה עומד על שיעור המס הסטטוטורי בישראל. כעולה מהטבלה שלהלן (על בסיס נתוני הסולו של החברה) שיעורי המס האפקטיביים שחלו על החברה בשנים 2012-2015 וכן Q1 של 2016 נעו בין 20.0%- לכ-38.8%. ממוצע שיעור המס האפקטיבי (עבור השנים ששולם מס בלבד) עמד על 28.7%.

טבלה 9: שיעורי המיסוי האפקטיביים של UMI (מיליוני ₪)

2016 Q1 A	2015	2014	2013	2012	
12.2	33.1	74.5	61.5	2.2	רווח תפעולי לפני מס
(2.4)	(11.6)	(28.9)	(12.8)	0.6	(הוצאות) הכנסות מיסים
20.0%	35.1%	38.8%	20.7%	-25.2%	שיעור המס האפקטיבי
				28.7%	ממוצע שיעור המס (חיובי בלבד)
				30.8%	שיעור המס בשיטת הסכימה

מקור: עיבוד מנתוני החברה

- שיעורי המס האפקטיביים מושפעים מהפרשי עיתוי של תשלומי מס, וכעולה מהנתונים השיעורים האפקטיביים הם תנודתיים, לפיכך נתבקשנו להניח כי המס השולי האפקטיבי שיחול על UMI יהיו שיעור המס הסטטוטורי בישראל בגובה של 25%.

8.1.1.6. מאזן תפעולי

140. בטבלה שלהלן ניתן לראות את המאזן התפעולי של UMI, הפורס את המאזן, מנקודת מבט כלכלית, בערכים חשבונאיים, וכן את הנכסים הפיננסיים והתחייבויות הפיננסיות של החברה:

טבלה 10: מאזן תפעולי - נכסים והתחייבויות פיננסיות עבור הפעילות בישראל (אלפי ₪)					
31/03/2016		31/12/2015			
%		%			
נכסים					
43.4%	492,833	36.9%	376,540	הון חוזר תפעולי נטו	
13.1%	149,194	14.6%	148,500	נכסי פעילות קבועים	
0.1%	1,226	0.1%	1,408	נכסי פעילות בלתי מוחשיים	
43.3%	491,973	48.4%	492,869	נכסים עודפים*	
100.0%	1,135,226	100.0%	1,019,317	סה"כ	
התחייבויות והון					
45.1%	514,530	39.4%	401,930	התחייבויות פיננסיות נטו	
54.9%	625,891	60.6%	617,387	הון עצמי	
100.0%	1,140,421	100.0%	1,019,317	סה"כ	
	45.1%		39.4%	מינוף	

מקור: עיבוד מנתוני החברה ומדוחותיה הכספיים • הנכסים העודפים כוללים את קרדן רכב בערכים חשבונאיים.

141. כעולה מהמאזן התפעולי, נכסי החברה הסתכמו בשנת 2015 לכ- 1,020 מיליון ₪. ההתחייבויות הפיננסיות של החברה נטו עמדו על כ- 402 מיליון ₪ בשנת 2015. ברבעון הראשון של 2016, הנכסים והתחייבויות הפיננסיות נטו הסתכמו בכ- 1,135 מיליון ₪ ובכ- 514.5 מיליון ₪ בהתאמה.

142. נכון לתאריך הערכת השווי החברה ממונפת (לפי מאזן תפעולי) בשיעור של כ- 45.1%, ב- 2015 המינוף עמד על כ- 39.4%, ב- 2014 על 48.6%, וב- 2013 על כ- 46.5%.

143. כעולה מהביאורים הכספיים של החברה עולה שקיימות תביעות כנגד החברה נכון לתאריך החתך.³¹ לרבות תביעה בגין Recall של רכבי החברה.

יודגש שההשלכות בגין תביעות אלו, אשר לא הופרשו בגין סכומים במאזן, לא הובאו בחשבון בהערכת השווי, וככל הידוע לח"מ, התביעות הללו – ככל שאלו קיימות, שרירות וסבירות, הוצגו במאזני החברה כהפרשות (ככל שאלו קיימות במאזני החברה), הסכומים שכן הוצגו במאזן כהפרשות באו לידי ביטוי בהערכת השווי.

8.1.1.7. שיעור ההיוון

144. לפירוט בדבר מתודולוגיית בניית שיעור היוון ראו פרק 7.1.7.

145. להלן תמצית הנתונים שבהם נעשה שימוש כדי לבנות את שיעור היוון עבור חברת UMI:

³¹ להרחבה ראו ביאור 24 א' בדוח כספי המבוקר לשנת 2015 של UMI.

טבלה 11: הפרמטרים לחישוב מחיר ההון המשוכלל עבור UMI

פרמטר	ערך	הערות
R_f	2.60%	בנק ישראל, הריבית הנומינלית הנגזרת מאמידת עקום אפס ל- 15 שנה
β_a	0.96	ממוצע משוקלל של ביטאות בלתי ממונפת עבור תעשיות: קמעונאות רכב, רכב ומשאיות וחלקים לרכב, נתוני דמודרן
MRP	7.05%	פרמיית סיכון שוק, נתוני דמודארן עבור ישראל
R_a	9.35%	התשואה הבלתי ממונפת הנדרשת על הנכסים
R_d	3.06%	הנחה זהה ל- Avis (מפני ש- Avis בבעלות מלאה של החברה)
$E/(E+D)$	54.88%	עפ"י מאזן תפעולי לסוף Q1 2016
$D/(E+D)$	45.12%	תוצאתי
T_c	25.00%	המס השולי החל על החברה, הנחה זהה למס הסטטוטורי החל על החברה
WACC	9.01%	

- לפיכך, שיעור ההיוון במודל הערכת השווי עבור החברה בפעילותה בישראל הינו כ- 9.0% נומינלי.

8.1.2. אי-הסחירות

146. "ניכיון אי-סחירות" מכונה בספרות המקצועית "DLOM" ("ר"ת: Discount for Lack of Marketability). מחקרים רבים בחנו במגוון שיטות את גובה הניכיון בגין אי-סחירות של מניות או בגין סחירות נמוכה בהן.
147. ניכיון בגין אי-סחירות משקף את ההנחה במחיר שהמשקיע הפוטנציאלי ידרוש לאור החזקתו (לאחר ביצוע הרכישה) בנכס שהוא לא יכול למכור/לכשירצה, בקלות יחסית ובזמן מהיר. למעשה, ניתן לחשוב על ניכיון זה כעלות החרטה³² של הקונה (Buyer's remorse), היינו העלות במכירת הנכס באופן מידי ללא פגיעה משמעותית בשווי הנכס. הסיבות לעלויות אלה הן מגוונות וככל שעלות זו גבוהה יותר כך הניכיון בגין אי-הסחירות או/ו אי-הנזילות אמור להיות גבוה יותר.
148. נקודת המבט של הערכת השווי היא נקודת מבט של המוכרים ולא של הקונים. לפיכך לדעתי אין להחיל במקרה הנ"ל ניכיון אי-סחירות.

³² כפי שהוגדר: Aswath Damodaran, 2005, "Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount", Stern School of Business, New York University.

8.1.3. מודל הערכת שווי UMI בשיטת ה- DCF

טבלה 12: מודל הערכת השווי בשיטת ה- DCF עבור UMI (מיליוני ₪)

	2020F	2019F	2018F	2017F	2016F	2016 Q1 A	2015	2014	2013	2012	
סה"כ הכנסות UMI (סולו)	2,366.5	2,320.1	2,274.1	2,226.8	2,170.1	2,065.6	486.7	1,760.8	2,258.6	1,699.4	1,800.5
% שינוי	2.0%	2.0%	2.1%	2.6%	5.1%	17.3%	-72.4%	-22.0%	32.9%	-5.6%	NA
סה"כ עלות המכירות	(2,082.5)	(2,043.2)	(2,004.0)	(1,965.2)	(1,920.6)	(1,838.4)	(426.0)	(1,554.9)	(1,957.4)	(1,462.8)	(1,624.8)
סה"כ רווח גולמי	284.0	277.0	270.0	261.7	249.6	227.2	60.7	205.9	301.2	236.6	175.7
כ- % מההכנסה	12.0%	11.9%	11.9%	11.8%	11.5%	11.0%	12.5%	11.7%	13.3%	13.9%	9.8%
הוצאות תפעוליות	(177.5)	(173.6)	(169.8)	(165.6)	(160.0)	(149.6)	(39.3)	(149.6)	(191.3)	(158.7)	(152.8)
סה"כ דמי ניהול	(12.2)	(11.3)	(10.4)	(9.5)	(8.5)	(7.2)	(1.8)	(8.6)	(12.7)	(9.9)	(6.7)
סה"כ הוצאות תפעוליות	(189.7)	(184.9)	(180.2)	(175.1)	(168.5)	(156.9)	(41.1)	(158.2)	(204.0)	(168.7)	(159.5)
כ- % מההכנסה	8.0%	8.0%	7.9%	7.9%	7.8%	7.6%	8.5%	9.0%	9.0%	9.9%	8.9%
רווח תפעולי (EBIT)	94.3	92.1	89.8	86.6	81.1	70.4	19.5	47.7	97.1	67.9	16.2
כ- % מההכנסה	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.7%	3.4%	4.0%	2.7%	4.3%	4.0%	0.9%
פחת	17.3	16.9	16.6	16.3	15.8	15.1	2.8	12.6	13.5	13.9	14.1
EBITDA	111.6	109.0	106.4	102.8	96.9	85.4	22.4	60.3	110.7	81.8	30.3
כ- % מההכנסה	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.5%	4.1%	4.6%	3.4%	4.9%	4.8%	1.7%
הכנסות (הוצאות) מימון, נטו							(11.3)	(10.4)	6.2	(21.0)	(22.1)
חלק החברה בחברות מוחזקות							2.5	(14.3)	9.5	3.9	3.9
הכנסות (הוצאות) אחרות, כולל נדל"ן להשקעה							1.4	10.1	5.3	5.1	4.2
רווח תפעולי לפני מס (עבור התחזית - EBIT)	94.3	92.1	89.8	86.6	81.1	70.4	12.2	33.1	74.5	61.5	2.2
כ- % מההכנסה	4.0%	4.0%	3.9%	3.9%	3.7%	3.4%	2.5%	1.9%	3.3%	3.6%	0.1%
(הוצאות) הכנסות מיסים	(23.6)	(23.0)	(22.5)	(21.6)	(20.3)	(17.6)	(2.4)	(11.6)	(28.9)	(12.8)	0.6
רווח נקי							9.8	21.5	45.6	48.7	2.8
רווח נקי בלתי ממונף	70.7	69.0	67.4	64.9	60.8	52.8	17.1	36.0	68.2	55.1	16.8
כ- % מההכנסה	3.0%	3.0%	3.0%	2.9%	2.8%	2.6%	3.5%	2.0%	3.0%	3.2%	0.9%
התאמות לתחזית											
פחת והפחותות	17.3	16.9	16.6	16.3	15.8	15.1					
Δ השקעות בהון חוזר תפעולי נטו	(3.4)	(7.4)	(7.9)	(10.4)	(22.5)	(23.6)					
השקעות הוניות	(17.3)	(18.6)	(18.2)	(17.8)	(17.4)	(16.5)					
תזרים מזומנים חופשי שנתי לחברה (FCFF)	67.3	60.0	57.9	53.0	36.8	27.8					
מזה תזרים בגין דמי ניהול	9.1	8.5	7.8	7.1	6.4	5.4					
תזרים מזומנים ללא דמי ניהול	76.5	68.5	65.7	60.1	43.1	33.2					
FCFF מותאם לחלקיות השנה	76.5	68.5	65.7	60.1	43.1	24.9					
פקטור היוון	0.69	0.69	0.76	0.82	0.90	0.97					
ערך נוכחי של ה- FCFF		47.4	49.6	49.5	38.7	24.1					
ערך נוכחי של השנה המייצגת		756.0									

מכפילים מגולמים ע"ס 2015	ערך
מכפיל הכנסות	0.5x
מכפיל EBITDA	14.2x
מכפיל EBIT	18.0x
מכפיל רווח	39.1x

נכסים עודפים	נכסים עודפים
השקעה בחברות מוחזקות	484.9
נכס המוחזק למכירה	9.4
התחייבות בגין נכס למכירה	(2.4)
סה"כ נכסים עודפים	491.97

סיכום הערכת השווי, מיליוני ₪	ערך
סה"כ שווי פעילות (סולו)	859.0
פחות התחייבויות פיננסיות נטו	(514.5)
ועוד נכסים עודפים (ללא קרדן רכב)	73.5
ועוד שווי כלכלי של קרדן רכב (Avis)	421.8
שווי הון עצמי 31/03/16	839.77

שווי הפעילות (סולו) המתקבל כולל את התזרים המיוחס להוצאות דמי הניהול

8.1.3.1. ניתוח רגישות של ממצאי הערכת השווי בשיטת ה- DCF עבור UMI

149. להלן ניתוחי רגישות של הפרמטרים השונים בהערכת השווי והשפעתם על שווי 100% מהון המניות של החברה נכון למועד הערכת השווי ביחס לתרחיש הבסיס (המודגש בצבע):

טבלה 13: ניתוחי רגישות על הפרמטרים השונים בשיטת ה- DCF עבור UMI (מיליוני ₪)

שיעור הצמיחה בשנה המייצגת						שינוי	שיעור ההיוון
+20.0%	+10.0%	0%	-10.0%	-20.0%			
2.4%	2.2%	2.0%	1.8%	1.6%			
1,030.8	1,006.3	983.5	962.1	942.1	8.1%	-10.0%	
945.3	925.3	906.6	889.0	872.4	8.6%	-5.0%	
871.7	855.2	839.8	825.2	811.4	9.0%	0.0%	
807.7	794.1	781.2	769.1	757.6	9.5%	+5.0%	
751.6	740.3	729.6	719.4	709.7	9.9%	+10.0%	

התוצאות הן שווי הון המניות של החברה

8.1.4. תוצאות הערכת השווי של UMI בשיטת DCF

150. מהערכת השווי בשיטת ה- DCF עולה כי האומדן לשווי הון המניות של UMI נכון למועד הערכת השווי,

הינו:

UMI סיכום ביניים
שווי ההון העצמי (כולל קרדן רכב) בשיטת
ה- DCF:
839.8 מיליון ₪
(נכון ל- 31/03/2016 בשיטת ה- DCF)

151. בשולי הדברים אציין שמתוך הערכת השווי דלעיל, ערך דמי הניהול המשולמים, אשר ההנחה היא שהם תשלומים בגין הוצאות תפעול, הקטינו את הערכת השווי כדלקמן (לאחר מס):

טבלה 14: שווי דמי הניהול המהווים בתחזית (מיליוני ₪)

שווי דמי הניהול מהווים, מיליוני ₪	סה"כ	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	מייצגת
סה"כ (כולל חלקיות שנה לשנת 2016)	(106.4)	(3.9)	(5.7)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(79.1)

152. כלומר, ערך תזרים דמי הניהול מסתכם בכ- (106.4) מיליון ₪, ששיקולו הביא לידי שווי UMI של כ- 839.8 מיליון ₪.

8.2. הערכת שווי הפעילות בשיטת המכפילים

153. בישראל קיים מחסור בנתונים שמהם ניתן לגזור את מכפילים הקשורים לפעילותה העסקית של החברה. הגם שחלק מהמתחרות כגון דלק רכב נסחרות בבורסת תל-אביב, הנתונים שיכולים היו להיגזר מהן אינם מייצגים לאור המדגם המאוד קטן של חברות.

154. מכאן, בכדי לבצע הערכת שווי בשיטה זו (כאינדיקציית סבירות), נעשה שימוש במאגר המידע של פרופ' Damodaran המפרסם מכפילים שונים לפי ענפים המכילים חברות רבות מהעולם.

155. לשם הערכת שווי בשיטת המכפילים נעשה שימוש בסוגי מכפילים שונים מענפים משיקים וקשורים כדלקמן: ענף קמעונאות רכבים, ענף רכבים ומשאיות וענף חלקי חילוף לרכבים.

156. במסגרת הערכת שווי לפי שיטת המכפילים, נעשה שימוש במכפילים הבאים:

- **מכפיל מכירות:** זהו מכפיל שנהוג להשתמש בו בדרך כלל בחברות צעירות יחסית, ובמסגרו אומדים את שווי החברה על-פי ה"שורה העליונה" – המכירות.
- **מכפיל EBIT** (Earnings Before Interest and Tax) – זהו מכפיל רווח תפעולי.
- **מכפיל EBITDA** (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization) – זהו מכפיל רווח תפעולי לפני פחת והפחתות. נהוג לומר שמכפיל זה מהווה קירוב לתזרים המזומנים של החברה.
- **מכפיל רווח (או P/E)** – זהו מכפיל שבמסגרתו החברה מוערכת לפי ה"שורה התחתונה" – הרווח הנקי, אולם המכפיל אינו מתעלם מהטיות שעלולות להיווצר כתוצאה ממבנה הון שונה בין חברות ההשוואה.

157. הטבלה שלהלן מציגה את המכפילים השונים עבור הענפים השונים וכן את שווי הון המניות הנגזר של החברה לפי נתונים פיננסיים של שנת 2015.

158. מבין המכפילים וכאינדיקציה, לדעתי השווי הנגזר מהחציון ומהממוצע של המכפילים יכול לייצג את שווי UMI:

UMI סיכום ביניים

שווי ההון העצמי בשיטת המכפילים של

UMI, כבדיקת סבירות, נע בין:

785.9-971.6 מיליון ₪

(נכון ל- 31/03/2016 בשיטת ה- DCF)

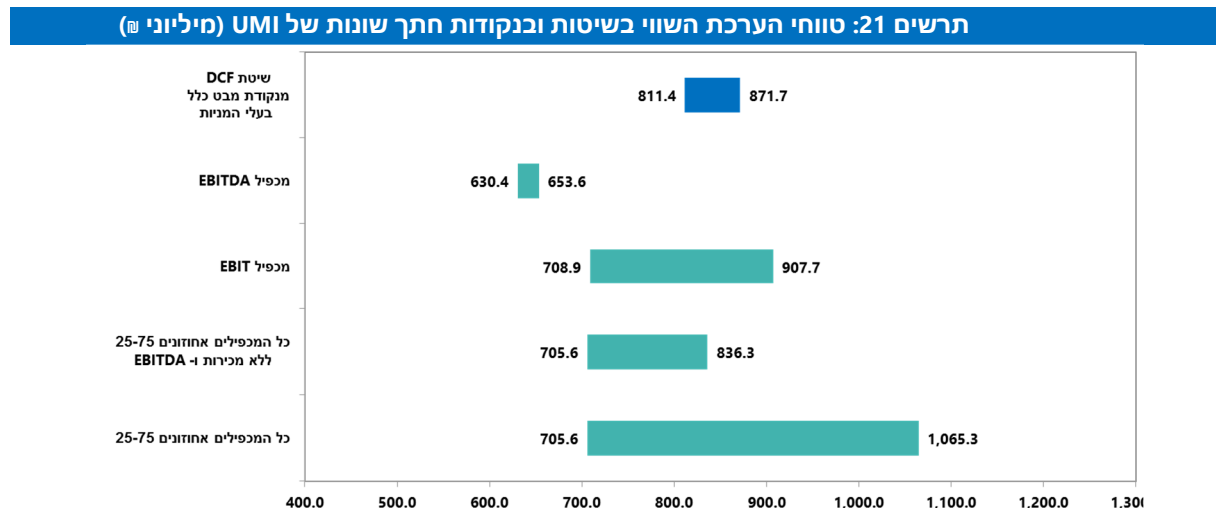
טבלה 15: הערכת שווי של UMI בשיטת המכפילים (מיליוני ₪)

סוג מכפיל	תעשייה	מכפיל	ערך בשנת 2015	שווי פעילות 2015	פחות התחייבויות פיננסיות נטו (2015)	ועוד נכסים עודפים (2015)	שווי הון עצמי (2015)
מכפיל מכירות	קמעונאות רכבים	0.82x	1,760.8	1,443.7	(401.9)	496.2	1,538.0
	רכבים ומשאיות	0.94x	1,760.8	1,660.2	(401.9)	496.2	1,754.5
	חלקי חילוף לרכבים	0.92x	1,760.8	1,614.9	(401.9)	496.2	1,709.1
ממוצע		0.89x	1,760.8	1,573.0	(401.9)	496.2	1,667.2
חציון		0.92x	1,760.8	1,614.9	(401.9)	496.2	1,709.1
מכפיל EBITDA	קמעונאות רכבים	10.86x	60.3	654.8	(401.9)	496.2	749.0
	רכבים ומשאיות	8.89x	60.3	536.2	(401.9)	496.2	630.4
	חלקי חילוף לרכבים	8.08x	60.3	487.1	(401.9)	496.2	581.4
ממוצע		9.28x	60.3	559.4	(401.9)	496.2	653.6
חציון		8.89x	60.3	536.2	(401.9)	496.2	630.4
מכפיל EBIT	קמעונאות רכבים	17.06x	47.7	813.4	(401.9)	496.2	907.7
	רכבים ומשאיות	14.32x	47.7	682.4	(401.9)	496.2	776.7
	חלקי חילוף לרכבים	12.89x	47.7	614.7	(401.9)	496.2	708.9
ממוצע		14.76x	47.7	703.5	(401.9)	496.2	797.8
חציון		14.32x	47.7	682.4	(401.9)	496.2	776.7
מכפיל רווח	קמעונאות רכבים	22.06x	36.0	NA	NA	496.2	795.1
	רכבים ומשאיות	22.54x	36.0	NA	NA	496.2	812.5
	חלקי חילוף לרכבים	19.30x	36.0	NA	NA	496.2	695.7
ממוצע		21.30x	36.0	NA	NA	496.2	767.8
חציון		22.06x	36.0	NA	NA	496.2	795.1
כלל המכפילים	ממוצע הממוצעים			935.1			971.6
	חציון החציונים			890.0			785.9

מקור נתוני המכפילים: מאגר המידע של פרופ' אסוואת' דמודרן (Aswath Damodaran)

9. סיכום הערכת השווי בשיטות השונות

159. הערכת שווי זו בחנה את שווי הון המניות של חברת יוניברסל מוטורס ישראל בע"מ לתאריך 31/03/2016. להלן הטווחים השונים של 100% משווי הון המניות העולים מנקודות חתך שונות של שיטות הערכות השווי השונות (במיליוני ₪):



התוצאות הן שווי הון המניות של החברה, • טווח שיטת ה- DCF נגזר משינויים של $\pm 20\%$ בשיעורי הצמיחה הפרמננטיים בהכנסות החברה בשנה המייצגת

160. להערכתי, ולמיטב שיקול דעתי, שיטת ה- DCF מניבה את האומדן הטוב ביותר במקרה זה לשווי הכלכלי של ההון העצמי של UMI. השווי, נכון לתאריך 31/03/2016, נע בטווח שבין 811.4 מיליון ש"ח ל- 871.7 מיליון ש"ח, כתלות בהנחות שונות לגבי שיעור הצמיחה הפרמננטי של החברה.³³ מתודולוגיות נוספות תומכות בטווח שווי זה. האומדן הנקודתי לשווי, בהתבסס על שיטת DCF, הינו 839.8 מיליון ש"ח. שוויים אלה כוללים דמי ניהול לבעלי המניות:

טווח שווי ההון העצמי של UMI
(כולל קרדן רכב):
811.4–871.7 מיליוני ₪
ובהערכת שווי נקודתית:
839.8 מיליוני ₪
(נכון ל- 31/03/2016)

161. הערה: באם ערעורים של קרדן רכב לגבי שומות מס לא יתקבלו, אזי קרדן רכב תצטרך להפריש עוד 25 מיליון ₪ בגין חבות מס, ומהשווי דלעיל יפחתו 25 מיליון ₪.

סג וזאת חוות דעתי

³³ חושב טווח של $\pm 20\%$ שינוי של שיעור הצמיחה הפרמננטי בהערכת השווי בשיטת ה- DCF, ביחס לתרחיש הבסיס.

נספח ב'

מדיניות תגמול

קרדן ישראל בע"מ

מדיניות תגמול לנושאי משרה

א. רקע ועקרונות יסוד למדיניות התגמול

1. מבוא

מסמך זה נועד לתאר ולפרט את מדיניות חברת קרדן ישראל בע"מ ("קרדן ישראל" או "החברה"), שהינה חברת אחזקה המחזיקה פעילויות במגזרים שונים, בנוגע לתגמול נושאי המשרה של החברה ("מדיניות התגמול"). קביעת מדיניות התגמול ופרסומה הינן בהתאם להוראות סעיף 267א לחוק החברות-התשנ"ט-1999 ("חוק החברות") והיא תחול על נושאי משרה כהגדרת מונח זה בחוק החברות ("נושאי משרה").

המדיניות מנוסחת בלשון זכר מטעמי נוחות בלבד והיא מיועדת לנשים וגברים כאחד.

2. תוקפה ותחולתה של מדיניות התגמול ושינויים בה

מדיניות התגמול תחול על תגמול לנושאי משרה שיאושר ממועד אישור מדיניות התגמול על-ידי **אסיפה האסיפה הכללית-ואילך**. ותהיה בתוקף עד ליום 30 בספטמבר 2017. מדיניות זו איננה מקנה זכויות לנושאי המשרה בחברה, ולא תהייה זכות מוקנית לנושא משרה בחברה, מכוח עצם אימוץ מדיניות תגמול זו, לקבל איזה מרכיבי התגמול המפורטים במדיניות התגמול. רכיבי התגמול להם יהיה זכאי נושא המשרה יהיו אך ורק אלו שיאושרו לגביו באופן ספציפי על-ידי האורגנים המוסמכים לכך בחברה על-פי דין.

במקרה שנושא משרה יקבל תגמול שהינו נמוך מהתגמול על-פי מדיניות זו, לא ייחשב הדבר כסטייה או כחריגה ממדיניות תגמול זו, ותנאי העסקתו כאמור לא יצריכו בשל כך את אישור האסיפה הכללית הנדרש במקרה של אישור תנאי כהונה והעסקה שלא בהתאם למדיניות התגמול.

ועדת התגמול והדירקטוריון יבחנו, מעת לעת, את מדיניות התגמול והצורך בהתאמתה, לרבות בשל שינוי מהותי בנסיבות שהיו קיימות בעת קביעתה או מטעמים אחרים. שינוי מדיניות התגמול כאמור יובא לאישור האורגנים המוסמכים בחברה על-פי דין.

3. עקרונות מדיניות התגמול ומטרותיה

- 3.1 מדיניות התגמול נועדה לסייע לחברה לקדם את מטרותיה ואת תוכנית העבודה שלה וכן ליצור תמריצים ראויים לנושאי המשרה בה, בהתחשב, בין השאר, במדיניות ניהול הסיכונים של החברה, גודל החברה ואופי פעילותה.
- 3.2 התגמול ייקבע כך שיאפשר לחברה לשמור על תחרותיות בגיוס ושימור כוח אדם איכותי לתפקידי ניהול בכירים, ותוך התחשבות בתנאי השוק.
- 3.3 התגמול ייקבע תוך שמירת איזון ראוי בין רכיבי השונוים - משתנה מול קבוע וקצר טווח מול ארוך טווח, וכן תוך שקילת השפעת התגמול על יחסי העבודה בחברה.

4. אמצעי תגמול מקובלים בחברה¹

¹ למעלה מן הצורך ועל אף שלא מדובר בתגמול, יצוין כי החברה או חברות קשורות לה, עשויות להתקשר מעת לעת עם עובדיה בהסכמים שונים לרבות הסכמי הלוואה, הסכמים למכירת דירות (לרבות בהנחות מקובלות בחברה ובחברות הבנות) והסכמי שירותים שונים. מובהר כי ההתקשרות בהסכמים אלה אינה בגדר תגמול.

4.1 רכיב קבוע²

הרכיב הקבוע מורכב משני רכיבי משנה - שכר בסיס ותנאים נלווים.

4.1.1 שכר בסיס - שכר הבסיס נועד לתגמל את נושא המשרה עבור הזמן שהינו משקיע בביצוע תפקידיו בחברה אחריותו ומטלותיו השוטפות.

4.1.2 תנאים נלווים - התנאים הנלווים נובעים בחלקם מהוראות הדין (הפרשות סוציאליות, ימי חופשה, ימי מחלה, דמי הבראה וכו'), בחלקם מנוהג מקובל בשוק ובחברה (הפרשות לקרן השתלמות, רכב, עיתון יומי, טלפון, טלפון נייד, שי לחג, ארועי נפש ורווחה וכו'), ובחלקם מהווים החזרים לעובד בגין הוצאות שנגרמו לו לצורך מילוי תפקידו (החזר הוצאות נסיעה, אש"ל וכו').

4.2 רכיב משתנה

מטרת הרכיב המשתנה הינה לקשור בין ביצועי החברה בכלל וביצועיו של נושא המשרה בפרט לבין תגמול נושא המשרה, והוא מורכב משני רכיבי משנה - ממענק כספי ומתגמול הוני.

4.2.1 מענק כספי – המענק הכספי נועד לתגמל את נושא המשרה עבור הישגיו ותרומתו להשגת יעדי החברה ותוכנית העבודה שלה במהלך התקופה בגינה הוא משולם.

4.2.2 תגמול הוני – התגמול ההוני נועד לקשור בין תגמול נושאי המשרה ובין תשואת בעלי המניות כפי שמתבטאת בשער מניית החברה. תגמול זה יוצר קרבת אינטרסים בין בעלי מניות החברה לנושאי המשרה בה, מסייע בשימור נושאי משרה בחברה ותמרוצם לטווח הארוך, ומהווה כלי בידי החברה לניהול סיכונים.

4.3 בעת אישור התגמול לנושאי המשרה, יבחנו האורגנים המאשרים את כלל חבילת התגמול של נושא המשרה על מנת להבטיח הלימה בין רכיביה השונים.

4.4 שינוי לא מהותי בתנאי הכהונה של נושא משרה הכפוף למנכ"ל החברה, כאמור בסעיף 272 (ג) לחוק החברות, בגבולות הקבועים במדיניות התגמול, יאושר בידי המנהל הכללי של החברה ובלבד שתנאי הכהונה תואמים את מדיניות התגמול של החברה. לעניין סעיף זה שינוי לא מהותי יחשב שינוי אשר השפעתו על העלות השנתית הכוללת של נושא המשרה אינה גדולה מ 10%-.

4.5 לגבי נושאי משרה שהינם בעלי השליטה בחברה או קרוביהם, תידרש החברה לקבל בכל מקרה את כל האישורים הנדרשים על פי דין לצורך אישור תנאי העסקתם.

5. היחס בין רכיבים משתנים לרכיבים קבועים

² נושא משרה עשוי להיות מועסק במתכונת של נותן שירותים (להבדיל מעובד), לרבות באמצעות חברת שירותים בבעלותו. במקרה כזה הרכיבים הקבועים הרלוונטיים, כאמור במדיניות תגמול זו, יתורגמו לערכי דמי הניהול האקוויולנטיים. לפרטים נוספים ראו סעיף 9 למדיניות תגמול זו.

5.1 בקביעת התגמול הכולל של נושא המשרה יילקח בחשבון היחס בין רכיבים קבועים לבין רכיבים משתנים של חבילת התגמול של נושא המשרה.

5.2 משקל הרכיבים המשתנים³ מתוך סך עלות התגמול הכולל שיוענק בגין שנה כלשהי (הכוללת הן את המרכיבים הקבועים והן את המרכיבים המשתנים – להלן: "התגמול השנתי הכולל") לא צפוי לעלות על כ- 53% מסך התגמול השנתי⁴ הכולל זאת ביחס לכל אחד מנושאי המשרה בחברה. בכפוף למגבלה האמורה, משקל הרכיבים המשתנים עשוי להשתנות מנושא משרה אחד למשנהו.⁵

6. היחס שבין תנאי הכהונה והעסקה של נושא המשרה לשכר של שאר עובדי החברה

6.1 החברה רואה חשיבות רבה בתגמול כל עובדיה באופן ראוי ובשמירה על יחסים ראויים וסבירים בין התגמול הכולל של נושאי המשרה לזה של שאר עובדי החברה. בהתאם, כאשר יבחנו וועדת התגמול והדירקטוריון את אישור תנאי הכהונה והעסקה של נושאי המשרה בחברה, ייבחנו, בין היתר, גם את היחס בין תנאי הכהונה וההעסקה של נושא המשרה שתנאי העסקתו מובאים לאישור לבין עלות ההעסקה הממוצעת והחציונית של ~~שאר~~ כלל עובדי החברה ועובדי הקבלן כאמור (ככל שקיימים).

6.2 במועד אימוץ מדיניות זו, בהתבסס על הרכיבים הקבועים הקיימים של נושאי המשרה בחברה, בהנחה של תשלום מענק שנתי בהיקף שלא יעלה על מענק המטרה (ראה סעיף 10.3 להלן), ובהנחה שהיקף שווי התגמול ההוני בשנה לא יעלה על הסכום המפורט בסעיף ~~14.5~~ ~~13~~ למדיניות זו להלן, וכן בהנחה שבעת שישולמו מענקים כלשהם לנושאי המשרה בחברה לא ישולמו מענקים לשאר עובדי החברה, עלות העסקתו של נושא משרה כלשהו אינה עולה על כפי ~~6.3~~ ~~8~~ מעלות השכר הממוצעת של ~~יתר~~ כלל העובדים בחברה, וכן אינה עולה על כפי ~~18~~ ~~11.7~~ מעלות השכר החציונית של ~~יתר~~ כלל העובדים בחברה.⁶

ג. שכר קבוע ותנאים נלווים

7. עקרונות לקביעת השכר הקבוע, בחינתו ועדכונו

³ שווי התגמול ההוני יקבע על פי שוויו בגין שנת הבשלה (על בסיס ליניארי) במועד הענקת התגמול ההוני ובהתאם לשיטות הערכה מקובלות.

⁴ יצוין כי היחס בין הרכיבים המשתנים מתוך סך עלות שכרו של יו"ר דירקטוריון החברה שהינו גם מבעלי השליטה בחברה, חורג מהיחס האמור ועומד על כ- 58%. תנאי העסקתו של בעל השליטה כאמור אושרו באסיפה הכללית של החברה ברוב מיוחד ביום 16.4.2015.

⁵ יודגש, כי היחס הנ"ל נקבע בהנחה של קבלת מלוא הרכיבים המשתנים הצפויים (ראה סעיפים 10.3, ו- ~~14.5~~ ~~13~~ להלן בדבר המגבלות על גובה המענק והתגמול ההוני, בהתאמה) ובתקנון שכר ומענקים של עובדים במשרה חלקית למשרה מלאה. היחס בפועל, בשנה נתונה, בין מרכיבי חבילת התגמול עשוי להיות שונה כתוצאה משינויים ברכיבי התגמול השונים, כאמור במדיניות זו, בשל תת ביצועים או בשל גורמים אחרים המשפיעים על היקף התגמול המשתנה.

⁶ יובהר, כי היחסים בפועל עשויים להשתנות כמובן, בין היתר, בשל שינויים בתנאי השכר הקיים של עובדי החברה ו/או של נושאי המשרה, שינויים שונים במענק השנתי, בין היתר כתוצאה מתת ביצועים המשפיעים על גובה המענק השנתי, כאמור בסעיף 10.5 ו- 10.7 למדיניות ושינוי בגובה התגמול ההוני (בכפוף למגבלה הקבועה בסעיף ~~14.5~~ ~~13~~ למדיניות). כמו כן, הנתונים כמובן עשויים להשתנות ככל שיתווספו או יגרעו עובדים בחברה ובהתאם לתמהיל העובדים ושכרם. בנוסף יצוין כי ככל שתושלם עסקת מכירת יוניברסל מוטורס ישראל בע"מ ("מכירת UMI"), עליה דיווחה החברה בדיווח מיידי מיום 23 במאי 2016 (מס' אסמכתא 031575-01-2016) צפוי להשתנות הרכב שכרם של חלק מנושאי המשרה בחברה.

7.1 השכר הקבוע של נושאי המשרה בחברה יקבע באופן פרטני ויותאם לתפקידו של נושא המשרה, סוג הפעילות ותחומי האחריות שלו, היקף משרתו וכן הסכמי שכר קודמים שנחתמו עימו. בעת קביעת השכר הקבוע ייבחנו גם השכלתו, כישוריו, מומחיותו, ניסיונו המקצועי והישגיו של נושא המשרה.

7.2 שכר חודשי לנושאי משרה⁷

7.2.1 **מנכ"ל** - השכר החודשי של המנכ"ל לא יעלה על 180 אלפי ₪ עבור 100% משרה. ~~יצוין כי נכון למועד אימוץ תכנית זו, לא מעניקה החברה למנכ"ל, במהלך כל תקופת העסקתו על ידי החברה, תגמול משתנה כלשהו.~~

7.2.2 **יו"ר דירקטוריון פעיל** - השכר החודשי של יו"ר הדירקטוריון הפעיל לא יעלה על 180 אלפי ₪ עבור 100% משרה. ~~יצוין כי נכון למועד אימוץ תכנית זו, לא מעניקה החברה ליו"ר הדירקטוריון במהלך כל תקופת העסקתו על ידי החברה, תגמול משתנה כלשהו.~~

7.2.3 **משנה למנכ"ל** - השכר החודשי של המשנה למנכ"ל לא יעלה על 100 אלפי ₪ עבור 100% משרה⁸.

7.2.4 **נושאי משרה אחרים (סמנכ"לים)** - השכר החודשי של כל אחד מהסמנכ"לים לא יעלה על 80 אלפי ₪ עבור 100% משרה.

7.3 כדי לאפשר לחברה לשמר את נושאי המשרה בתפקידיהם לאורך זמן, מעת לעת יבחן שכרם הקבוע של נושאי המשרה ואם יידרש גם למול השוק הרלוונטי לבעלי תפקידים דומים. במידת הצורך תוכן הצעה לעדכון שכרם של נושאי המשרה (או חלק מהם) ותובא לאישור האורגנים המוסמכים בחברה⁹.

7.4 השכר הקבוע עשוי להיות צמוד למדד. כמו כן, ככל שנושא משרה כלשהו יעבוד בהיקף משרה נמוך מ- 100% ייגזר שכרו באופן יחסי מהאמור לעיל לעניין ~~עלות~~ השכר החודשי המקסימאלי לנושאי המשרה.

8. תנאים נלווים

8.1 בנוסף, נושאי המשרה בחברה זכאים לתנאים סוציאליים והטבות בהתאם לדין ולנוהג הקיים בחברה, כגון חופשה, מחלה, קרן השתלמות, קרן פנסיה או ביטוח מנהלים, פיצויי פיטורין, ביטוח אובדן כושר עבודה, דמי הבראה וכו'.

8.2 כמו כן, נושאי המשרה בחברה עשויים להיות זכאים לתנאים נלווים נוספים כמקובל בחברה ובחברות דומות במשק, לרבות רכב, החזר הוצאות רכב, גילוס רכב, טלפון וטלפון נייד, מינוי לעיתון יומי וספרות מקצועית, ארוחות, עלויות רווחה כמקובל בחברה (חופשות, מתנות לחג) וכד', ובלבד ששיעור העלות הכוללת

⁷ בחישוב השכר החודשי כמפורט בסעיף זה יובאו בחשבון גם שכר קבוע שמקבל נושא המשרה מחברות בנות וקשורות של החברה (לרבות חברות ציבוריות), ככל שמקבל שכר כאמור. ~~יצוין כי המנכ"ל הנוכחי של החברה מקבל דמי ניהול מחברת קרדן רכב בע"מ, חברת ציבורית, שהינה חברה קשורה של החברה, המהווים כ- 23.5% מעלות העסקתו.~~

⁸ יצוין כי נכון למועד אימוץ ~~תכנית~~ התגמול מכחן המשנה למנכ"ל בהיקף משרה של 67.75%. בנוסף יצוין כי בעקבות השלמת עסקת מכירת UMI יתכן וישתנה היקף משרתם של נושאי משרה נוספים בחברה.

⁹ לעניין זה, ראה גם סעיפים 4.4 ו- 4.5 לעיל.

של התנאים הנלווים הנוספים בהתאם לסעיף 8.2 זה, לא יעלה על 30% מעלות השכר הקבוע והתנאים הנלווים.

9. הסכם ניהול

שירותי נושאי משרה לחברה עשויים להינתן גם על דרך של העמדת השירותים באמצעות הסכם ניהול. בין החברה לבין נושא המשרה או חברה בשליטתו. במקרה כזה, התשלום החודשי, שישולם לו על ידי החברה כנגד חשבונית, יגלם בתוכו את השכר הקבוע והתנאים הנלווים המפורטים בסעיף 8 לעיל, כך שלא יחול שינוי בעלות הכוללת לחברה, ומדיניות תגמול זו תחול בשינויים המחייבים.

ג. מענק שנתי

10. מענק שנתי לנושאי משרה

10.1 מסגרת המענק – ~~תקציב, מענק מטרה~~

נושאי המשרה בחברה יהיו זכאים למענק שנתי על-פי תכנית מענקים שנתית ~~אשר ככל~~ שתובא לאישור ועדת התגמול והדירקטוריון. תכנית המענקים השנתית תהיה בהתאם לעקרונות האמורים ~~להלן~~ בסעיפים 10.2-10.10 להלן.

10.2 תנאי סף למענק

על מנת להעניק מענק שנתי לנושא משרה בהיקף של עד 2 משכורות חודשיות ברוטו לכל היותר של נושא המשרה (ובהתאם לתנאים המפורטים בסעיף זה להלן), על החברה לעמוד באחד מהמדדים הבאים, ביחס לשנה הקלנדרית בגינה ניתן המענק: (1) רווחיות בחברה או (2) תזרים חיובי מפעילות שוטפת או (3) עליה במחיר המניה. על מנת להעניק מענק שנתי לנושא משרה בהיקף שמעל 2 משכורות חודשיות ברוטו של נושא המשרה (ובהתאם לתנאים המפורטים בסעיף זה להלן), על החברה לעמוד באחד מהמדדים הבאים ביחס לשנה הקלנדרית בגינה ניתן המענק: (1) מחיר המניה יהיה גבוה מהמדד הרלבנטי (אשר יכלול לפחות 15 חברות הנסחרות בבורסה לניי"ע בת"א בענף הפעילות בו נסחרת החברה בהתאם לסיווג הבורסה לניירות ערך (נכון למועד זה מסווגת החברה תחת "ענף השקעות ואחזקה") ב- 7% לפחות או לחלופין התשואה שהניבה המניה באותה שנה תעמוד על 7% לפחות או (2) החברה תציג תשואה להון של 7% לפחות.

~~מוצהר כי לגבי נושאי משרה שהינם בעלי השליטה בחברה או קרוביהם, תיידרש החברה לקבל בכל מקרה את כל האישורים הנדרשים על פי דין לצורך הענקת המענק.~~

על אף האמור, אף אם לא תעמוד החברה באחד או יותר מהתנאים הנ"ל, האורגנים המוסמכים בחברה יוכלו לאשר מענק מוגבל בשיעור שלא יעלה על 20% ממענק המטרה אשר נקבע לאותה השנה, וזאת לפי הערכת המנהל בהתאם לסעיף 10.5 להלן.

10.3 מענק מטרה

בתוכנית המענקים השנתית יוגדר מענק המטרה עבור כל נושא מטרה :

- מענק המטרה – מענק המטרה הינו המענק המשולם עבור עמידה מדויקת ב- 100% מן היעדים שיוגדרו לכל נושא מטרה. מענק המטרה של כל נושא מטרה יותאם לדרג אליו שייך נושא המטרה, ולא יעלה על שנים עשר (12) משכורות חודשיות ברוטו עבור יו"ר הדירקטוריון ועל שמונה (8) משכורות חודשיות ברוטו של נושא ~~המטרה הרלבנטית~~ מטרה אחר ("תקרת המענק השנתית").¹⁰

10.4 יעדים ומדדים לקביעת הזכאות למענק:

נושאי המטרה בחברה עשויים להיות זכאים למענק כספי אשר ייקבע על-פי עמידתם ביעדים מדדים, איכותיים ו/או כמותיים, אשר ייקבעו מראש ויתבססו בין היתר על ביצועים בראיה ארוכת טווח.¹¹

היעדים לשם קביעת המענק השנתי ייגזרו מתוכנית העבודה השנתית של החברה או מתוכנית אסטרטגית ארוכת טווח של החברה ויכללו שני רכיבים, כדלהלן :

10.4.1 ביצועי חברה – חלק מהמענק השנתי, בשיעור שבין 20% - 40% יכול להינתן בהתאם לעמידת החברה ביעדים פיננסיים שיקבעו, לרבות : רווח נקי, תשואת אג"ח, ביצועי מניה, יחס מינוף, יחס הון למאזן, תזרים מפעילות שוטפת, הכל כפי שיקבע על-ידי האורגנים המוסמכים בתחילת כל שנה.

10.4.2 יעדים אישיים – חלק מהמענק השנתי, בשיעור שבין 40%-60% יכול להינתן בהתאם לעמידת נושא המטרה ביעדי ביצוע אישיים אשר יקבעו בתחילת שנה בהתאם לתפקידו ותחומי אחריותו של נושא המטרה, ועשויים לכלול, בין היתר : עמידה ביעדי ביצוע שיוגדרו, עמידה בתקציב הוצאות, התייעלות וחסכון בהוצאות בהתאם ליעדים, טיפול בממצאי ביקורת והטמעתם, עמידה ביעדי תזרים, גיוס חוב, וכו'. על אף האמור לעיל, ועדת התגמול והדירקטוריון יהיו רשאים לקבוע בתוכנית המענקים השנתית כי רכיב היעדים האישיים יהיה נמוך יותר מהמשקלות שצוינו לעיל (לרבות קביעה כי לא ייקבעו יעדים אישיים) ובאופן בו משקל ביצועי החברה יגדל בשיעור בו הוקטן משקל היעדים האישיים.

10.5 המענק השנתי עשוי לכלול מרכיב נוסף, בסכום שלא יעלה על 20% ממענק המטרה אשר נקבע לאותה שנה, אשר עשוי להיות מבוסס על קריטריונים איכותיים שאינם

¹⁰ – מובהר כי במידה ושרותי נושא המטרה יינתנו באמצעות שרותי ניהול לחברה או לחברות בנות וקשורות לה, יחושב סכום מענק המטרה מהסכום שישקף את השכר ברוטו אותו היה מקבל נושא המטרה אם היה מועסק ישירות על ידי החברה.

¹¹ החברה תפרט בתקנה 21 בדוח התקופתי את מדדי החברה הכמותיים שנקבעו ביחס לשנת הדוח וכן את אחוז העמידה (המצרפי המשוקלל) של נושא המטרה (הנכלל באותה התקנה) ביעדי החברה וביעדים האישיים (ככל שנקבעו לגבי יעדים כאמור) של אותם מדדים ; יצוין, כי חישוב המענק יבוצע בנפרד ביחס לכל מדד בהתאם לאחוז העמידה ביעד של אותו מדד ספציפי, כמפורט בסעיף 10.7 למדיניות.

ניתנים למדידה ויוענק לנושא המשרה על-פי הערכת הגורם או המנהל הממונה הרלבנטי ובאישור האורגנים המוסמכים ("רכיב ההערכה").

10.6 העמידה בקריטריונים וביעדי הביצוע תיבחן על בסיס שנתי, כך שסכום המענק לו יהיה זכאי נושא המשרה יקבע בהתאם למידת העמידה ביעדים אלה.

10.7 אופן חישוב ואישור המענק

המענק לנושא המשרה ייקבע על פי מידת עמידתו של נושא המשרה ביעדים בכל אחד מהמדדים המדידים שיקבעו עבורו לשנה עבורה משולם המענק כאמור לעיל, כאשר החישוב יבוצע בנפרד ביחס לכל יעד, כדלקמן:

10.7.1 האחוז המינמאלי של עמידה ביעד ("סף ביצועים תחתון") שעד אליו לא ישולם לנושא המשרה מענק כל שהוא בגין אותו יעד יהיה 50% ; בהשגת סף הביצועים התחתון ישולם 50% ממענק המטרה המיוחס לאותו מדד¹².

10.7.2 בביצוע של 100% מהיעדים שנקבעו לאותה השנה ישולם מענק המטרה. חישוב האחוז ממענק המטרה עבור כל רמת ביצועים שבין סף הביצועים התחתון ועד ל- 100% מהיעדים - יבוצע באופן ליניארי.

10.8 תהליך אישור המענק בפועל

בכל שנה, בסמוך למועד אישור הדוחות הכספיים השנתיים, תחושב מידת העמידה ביעדים של כל אחד מנושאי המשרה כאמור לעיל. כן, ידווח לועדת התגמול ולדירקטוריון חלק המענק המתקבל ממדדי החברה, חלק המענק המתקבל בגין רכיב המדדים האישיים וכן חלק המענק בגין רכיב ההערכה, יובא לאישור ועדת התגמול והדירקטוריון. מובהר כי בכל מקרה לא יעלה סכום המענק בגין שנה מסוימת מסכום מענק המטרה שנקבע לאותה השנה.

10.9 הפחתת המענק השנתי

ועדת התגמול והדירקטוריון יהיו רשאים להפחית בשנה כלשהי את המענק השנתי של נושא משרה כולו או חלקו, וזאת במקרים חריגים-בהתחשב במצבה העסקי והפיננסי של החברה ובתפקודו של נושא המשרה, ומטעמים שינומקו על ידם.

10.10 נושא משרה חדש/נושא משרה שעזב

נושא משרה שהצטרף לחברה במהלך השנה יהיה זכאי למענק השנתי (באופן יחסי לתקופת עבודתו באותה שנה), ובלבד שעבד באותה שנה לפחות 3 חודשים. נושא משרה שעזב את החברה במהלך השנה לא יהיה זכאי למענק השנתי, אלא באישור ועדת התגמול והדירקטוריון.

¹² "מענק המטרה המיוחס לאותו מדד" הינו הסכום המתקבל ממכפלת מענק המטרה במשקלו של אותו מדד ממענק המטרה, כפי שהוגדר בתוכנית המענקים השנתית.

11. מענק בשיקול דעת

נושא משרה הכפוף למנכ"ל

בכפוף לאישור האורגנים המוסמכים, נושאי משרה הכפופים למנכ"ל עשויים להיות זכאים למענק שנתי מוגבל בהיקף שלא יעלה על 3 משכורות חודשיות ברוטו של נושא המשרה הרלבנטי בהתאם להערכת המנכ"ל ולשיקול דעתו ושלא בהתאם ליעדים מדידים ואף אם לא אומצה תכנית מענקים שנתית לאותה השנה וזאת חלף, כחלק או בנוסף למענקים אשר נושא משרה זכאי להם על פי מדיניות תגמול זו, ובלבד שסך המענק השנתי לכל אחד מנושאי המשרה לא יעלה על סכום תקרת המענק השנתי.

אפשרות להשבת סכומים מתוך מענק ששולם לנושאי המשרה

12.

נושאי המשרה ישיבו לחברה את סכום המענק השנתי או חלק ממנו, במקרה בו יתברר כי חישוב המענק בוצע על סמך נתונים שהתבררו כמוטעים והוצגו מחדש בדוחות הכספיים של החברה במהלך תקופה של שלושה דוחות כספיים שנתיים עוקבים לאחר מועד אישור המענק השנתי. סכום ההשבה יהיה חלק המענק ששולם עקב הטעות כאמור. יובהר כי במקרים בהם החלק הנדרש להשבה מתוך המענק השנתי קטן מ- 10% מסך המענק בגין אותה שנה, לא ידרש נושא המשרה להשיבו. למרות האמור לעיל, לא יראו בתיקון עקב שינוי בחוק, בתקנות או בכללים החשבונאיים שהינו לאחר מועד פרסום הדוח הכספי של החברה לאותה שנה, כתיקון בשלו יחול האמור לעיל.

ד. תגמול הוני

13.11 מטרותיו של מנגנון התגמול ההוני

13.11.1 כחלק מחבילת התגמול הכולל של נושאי משרה, עשויה החברה להציע תגמול הוני במטרה לתמרץ את נושאי המשרה להביא להשאת רווחי החברה בטווח הארוך. בנוסף, התגמול ההוני נועד ליצור תמריץ לנושאי המשרה להמשיך את תקופת כהונתם בחברה.

13.211.2 נושאי משרה בחברה עשויים להיות זכאים לתגמול הוני בצורת אופציות הניתנות למימוש למניות החברה, יחידות מניה חסומות (RSU), מניות ועוד.

14.12 תנאים עיקריים במנגנון התגמול ההוני

14.112.1 התגמול ההוני יוענק לנושא משרה על-בסיס אינדיבידואלי ובהתחשב בין היתר בתפקידו ותחומי אחריותו של נושא המשרה בחברה, תרומתו לחברה וביצועיו.

14.212-2 ככלל, תקופת הבשלה של התגמול ההוני לא תפחת בכל מקרה מתקופה מינימאלית של 3 (שלוש) שנים.

14.312-3 מחיר המימוש של תגמול הוני בדמות אופציות למניות החברה לא יפחת ממחיר הנעילה הממוצע של מניית החברה ב-30 עד 90 ימי המסחר שקדמו מועד להענקתה ובתוספת 5% ממחיר ממוצע כאמור.

14.412-4 אורך חיי אופציות שתוענקה במסגרת תכנית **תגמול התגמול** ההוני לא יעלה על 10 שנים ממועד הענקתן.

14.512-5 השווי הכלכלי של התגמול ההוני המוענק לנושא משרה כלשהו, במועד הענקת התגמול ההוני, בגין שנת הבשלה (על-בסיס ליניארי), לא יעלה על שווי של עלות השכר הקבוע של נושא המשרה בגין 8 חודשים.¹³

14.612-6 האורגנים המוסמכים בחברה רשאים לקבוע הוראות בקשר לתקופת ההבשלה ו/או האקסלרציה של יחידות התגמול ההוני של נושאי המשרה, וזאת בין היתר בנסיבות סיום התקשרות של נושא המשרה עם החברה ו/או שינוי שליטה בחברה ו/או שינוי מבנה או מיזוג.

ה. הסדרי פרישה

15-13 הסדרי הפרישה על-פי דין

נושא משרה יהיה זכאי לתשלומי פרישה המגיעים לו על פי הדין (כדוגמת פיצויי פיטורין).

16-14 הודעה מוקדמת ותקופת הסתגלות

16.114-1 נושא משרה יהיה זכאי לתקופת הודעה מוקדמת של עד 6 חודשי הודעה מוקדמת. במהלך תקופת ההודעה המוקדמת יידרש נושא המשרה להמשיך ולמלא את תפקידו, אלא אם תחליט החברה שהוא לא ימשיך למלא את תפקידו בפועל, ונושא המשרה יהיה זכאי להמשיך כל תנאי הכהונה וההעסקה, בתקופת ההודעה המוקדמת, ללא שינוי.

16.214-2 האורגנים המוסמכים של החברה יהיו רשאים לאשר לנושא משרה, שעבד לפחות 3 שנים בחברה ושהעסקתו בחברה לא הסתיימה בנסיבות שיש בהן כדי לשלול פיצויי פיטורין, תקופת הסתגלות שלא תעלה על 6 חודשי הסתגלות לאחר תום תקופת ההודעה המוקדמת. במהלך תקופת ההסתגלות יהיה זכאי נושא המשרה לשכר קבוע ותנאים נלווים בלבד. באישור תקופת ההסתגלות ייבחנו, בין היתר, תקופת הכהונה או ההעסקה של נושא משרה, תנאי כהונתו והעסקתו בתקופה זו, ביצועי החברה בתקופה האמורה, תרומתו של נושא המשרה להשגת יעדי החברה ולהשאת רווחיה ונסיבות הפרישה.

17-15 הסדרי פרישה מעבר לזכאות על-פי דין

17.115-1 בעת קביעת הסדרי הפרישה של נושא המשרה, מעבר לתשלומי פרישה על-פי הדין, ככל שייקבעו הסדרים כאלה, יבחנו בין היתר, תקופת הכהונה או

¹³ - עוד יצוין, כי לאחר בחינה, ועדת התגמול והדירקטוריון בדעה כי לא נכון לקבוע תקרה לשווי ההטבה בעת המימוש, ולפיכך התקרה שנקבעה הינה בעת ההענקת בלבד.

ההעסקה של נושא משרה, תנאי כהונתו והעסקתו בתקופה זו, ביצועי החברה בתקופה האמורה, תרומתו של נושא המשרה להשגת יעדי החברה ולהשאת רווחיה ונסיבות הפרישה.

17.215-2 מענקי הפרישה מעבר לתשלומי הפרישה על פי דין ועל פי סעיף 15 לעיל, לא יעלו על סך עלות השכר הקבוע של נושא המשרה בגין 3 חודשים. תשלום מענק כאמור יבחן בהתאם לקריטריונים המפורטים בסעיף 17.116 לעיל.

17.315-3 בנוסף, עם סיום עבודת נושא המשרה בחברה (מכל סיבה שהיא), למעט במקרים שיש בהם כדי לשלול פיצויים פטורין (אך כפוף להוראות כל דין), ישוחררו לנושא המשרה כל הכספים שנצברו בקופות/קרנות הפנסיה ובביטוחי המנהלים. במקרה שלא יהיה בקופות (רכיב הפיצויים) כדי 100% מהסכום המגיע לנושא המשרה (לו היה זכאי לפיצויי פטורים על-פי דין) האורגנים המוסמכים של החברה יהיו רשאים לאשר לשלם לנושא המשרה את השלמת הסכום, וזאת גם במקרה של התפטרות.

17.415-4 במסגרת תנאי הפרישה האורגנים המוסמכים בחברה רשאים לקבוע הוראות בקשר להארכת תקופת המימוש של תגמול הוני שמועד ההבשלה שלו חלף או צפוי לחלוף תוך תקופה מסוימת לאחר הפרישה.

ו. גמול דירקטורים

חברי הדירקטוריון (שאינם מועסקים על-ידי החברה בתפקיד אחר ו/או מעניקים לה שירותים כנגד קבלת תמורה) יהיו זכאים לתגמול לפי תקנות החברות (כללים בדבר גמול והוצאות דירקטור חיצוני), כאשר שכרם לא יעלה על הגמול המרבי המותר בתקנות אלו.

ז. פטור, שיפוי וביטוח

נושא משרה בחברה (לרבות דירקטור) עשוי להיות זכאי, בנוסף לחבילת התגמול כאמור במדיניות תגמול זו, וכפוף לאישור האורגנים המוסמכים לכך בחברה, לביטוח אחריות נושא משרה, הסדרי שיפוי ופטור, והכל כפוף להוראות כל דין. היקף הכיסוי הביטוחי ודמי הביטוח לא יחרגו מהתנאים המקסימאליים שנקבעו באסיפה הכללית של החברה, כמתואר בסעיף 10.110-11 בחלק ד' לדוח התקופתי של החברה לשנת 2015-2012 שפורסם ביום 24-25 במרץ 2016-2013 (מספר אסמכתא 01-2016-2013-019759013569). סכום השיפוי, על פי כתב השיפוי שיוצא לנושא המשרה בחברה, לא יעלה על גבולות סכומי השיפוי שנקבעו בכתב השיפוי שצורף לדוח המידי של החברה מיום 17-2011-2012 באפריל 2015 שמספר האסמכתא לפרסומו הינו 077086-33087001-2015-2011.

בנוסף, עשוי נושא משרה בחברה (לרבות דירקטור) להיות זכאי לפוליסת ביטוח מסוג Run Off, אשר היקף הכיסוי הביטוחי בה יהיה באותם גבולות ותנאים כאמור לעיל.