



אנשי העיר מקבוצת רוטשטיין בע"מ

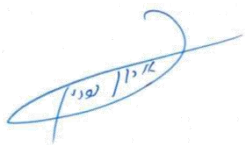
הקצאת עלויות הרכישה

והערכת שווי החברה



1. נתבקשנו בחודש אוקטובר 2020 על-ידי הנהלת רוטשטיין נדל"ן בע"מ (להלן: "**רוטשטיין**", "**מזמין העבודה**") לבחון את הקצאת עלויות הרכישה ברכישת 4% אחוזים נוספים בחברת אנשי העיר מקבוצת רוטשטיין בע"מ (להלן: "**הנרכשת**") ובכלל זה את שוויה של הנרכשת בכללותה.
2. עבודה זו נעשתה לצורך מטרה זו בלבד ואין לפרסמה או להעבירה לצד ג' ללא קבלת אישורנו מראש ובכתב. על אף האמור, אנו מסכימים, כי עבודתנו תיכלל ותאזכר בדיווחיה של רוטשטיין על פי חוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968 והתקנות לפיו (להלן: "**חוק ניירות ערך**"), כמו כן, מזמין העבודה רשאי לעשות שימוש בהערכת השווי ככל שהדבר נדרש לפי כל דין או לפי דרישה של כל בית משפט או רשות מוסמכת בישראל בכפוף למתן הודעה מראש לנו ככל הניתן.
3. לצורך עבודתנו הסתמכנו על המסמכים הבאים: דוחות כספיים של רוטשטיין והנרכשת, קבצי נתונים אשר עמדו בבסיס הדוחות הכספיים האמורים, מחקרי שוק, שיחות עם הנהלת רוטשטיין והנרכשת ומידע רלוונטי שנתקבל מהם וכן מידע פומבי שפורסם באתרי ההפצה והדיווח של רשות ניירות ערך והבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ. לא בדקנו את הנתונים והמידע ולכן עבודתנו אינה מהווה אימות לנתונים, לשלמותם או לדיוקם. עם זאת, ביצענו בדיקות שונות בנוגע לסבירותם של הנתונים שכללו, בין היתר, ניתוח הדוחות הכספיים האמורים, נתונים היסטוריים ומידע פיננסי אחר, ניתוח מגמות עיקריות בתחום ושיחות עם הנהלת הנרכשת והנהלת רוטשטיין. בכל מקרה, וגם ככל שביצענו בדיקות סבירות כאמור, עבודתנו לא תיחשב ולא תהווה אישור לשלמותו, נכונותו או דיוקו של המידע ובשום מקרה לא נהיה אחראים לכל הפסד, נזק, עלות או הוצאה אשר ייגרמו בכל אופן ודרך ממעשי הונאה, מצג שווא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע. לאור זאת שביצוע החישובים במסגרת עבודה זו נעשה באמצעות שימוש בגיליון אקסל ייתכנו הפרשי עיגול.
4. טווח השווי המוצג בהערכת השווי מייצג טווח שווי כלכלי הוגן. עם זאת יודגש, כי המידע הכלול בעבודה זו ("**המידע**") אינו מהווה בסיס לקבלת החלטת השקעה, אינו מחליף איסוף וניתוח מידע עצמאיים ואינו מהווה המלצה או חוות דעת וכן לא תחליף לשיקול דעת עצמאי של כל משקיע פוטנציאלי.
5. הערכת השווי אמורה לשקף באופן סביר והוגן מצב נתון בעיתוי מסוים על בסיס נתונים ידועים ותוך התבססות על הנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע הזה. יצוין, כי מידע זה כולל ומסתמך, בין היתר, על מידע צופה פני עתיד כמשמעו בחוק ניירות ערך (כפי שפורסם בדוחות הכספיים ו/או בדיווחים המיידים של רוטשטיין, וכפי שנמסר לנו בכתב ובעל פה ע"י הנהלת רוטשטיין והנרכשת), אשר אין כל וודאות בדבר התממשותו (באופן מלא, חלקי או אי התממשותו) או נכונותו ומידע זה עשוי להשתנות או להיות מושפע מגורמים שאין יכולת לחזותם או לשלוט בהם.
6. מידע הוא ראשוני וככל שיתקבל מידע נוסף הוא עשוי להשתנות, באופנים מגוונים, לאור מידע שיתקבל או לאור אירועים שיקרו בעתיד.
7. ככל שנעשה בהערכת השווי שימוש בהנחות ותחזיות כאמור, מובהר, כי מ.נ.ש יעוץ בע"מ אינה אחראית לדיוק והתממשות ההנחות והתחזיות האמורות הואיל וכאמור אין וודאות באשר למידת ואופן התממשותן.

5. מ.נ.ש יעוץ בע"מ (לרבות השותפים, נושאי המשרה ובעלי השליטה בה) מצהירים בזאת, כי הם לא נמצאים בניגוד עניינים בקשר עם עבודתם עבור מזמין העבודה, כי אין להם עניין אישי או תלות בנרכשת וברוטשטיין, בחברות קשורות או מוחזקות שלהן ו/או בבעלי השליטה במי מהן או תאגידים בשליטתם ו/או בניירות ערך של מי מהגורמים האמורים וכי לא עבדו עם מי מהגורמים האמורים.
6. מ.נ.ש יעוץ בע"מ לא תישא אחריות להפסדים או נזקים שייגרמו לכל אדם או חברה בשל פגם כלשהוא במידע שנתקבל מהנרכשת או מרוטשטיין, לרבות השמטת מידע מצדה. בנוסף ומבלי לפגוע בכלליות האמור תקרת אחריות של מ.נ.ש יעוץ בע"מ בגין הפסדים או נזקים (ככל שהם נובעים מביצוע עבודתנו), למעט הפסדים או נזקים שנגרמו עקב פעולתה ברשלנות רבתית ו/או זדון מוגבלת לסכום של 3 פעמים שכר הטרחה המשולם בגין עבודתה ולא ישולם על ידה כל פיצוי שהוא מעבר לכך (להלן: "**סכום התקרה**"). מזמין העבודה ישפה ו/או יפצה את מ.נ.ש יעוץ בע"מ בכל מקרה בו תידרש לשלם בקשר עם עבודתה סכום העולה על סכום התקרה, וזאת בכפוף לתנאים שנקבעו במכתב ההתקשרות. כמו כן, התחייב מזמין העבודה לשפות את מ.נ.ש יעוץ בע"מ בגין הוצאות סבירות שמ.נ.ש יעוץ בע"מ תוציא או תידרש לשלם עבור ייצוג משפטי, ייעוץ משפטי, ייעוץ מקצועי, התגוננות מפני הליכים משפטיים, מו"מ וכיו"ב. חובת השיפוי האמורה לא תחול אם מ.נ.ש יעוץ בע"מ פעלה בקשר למתן השירותים נשוא עבודה זו בזדון או ברשלנות רבתית.
7. שכר טרחתנו בגין הערכת שווי והקשור בה, כפי שסוכם בינינו ובין מזמין העבודה, הינו קבוע מראש. למען הסר ספק, תשלום זה אינו תלוי בתוצאות הערכת השווי. הערכת השווי בוצעה על ידי צוות בראשות מר שרון זאורברך, שותף מייסד של מ.נ.ש יעוץ בע"מ.
8. מועד הערכת השווי הוא **30.9.2020**. בהתאם לכך, כל הנתונים בהערכת השווי מתייחסים למועד זה, אלא אם צוין אחרת.



בכבוד רב,
מ.נ.ש יעוץ בע"מ

שווי הנרכשת

- בהתאם להערכת שווי על בסיס תזרים המזומנים מהפרויקטים הנוכחיים של הנרכשת, השווי הנכסי הנקי של הנרכשת עומד על כ-**97.8** מ"ח



העסקה

- ביום 25.08.2020 חתמה רוטשטיין על חוזה עם אנשי העיר בע"מ לרכישת 4% נוספים בנרכשת ולקבלת השליטה בדירקטוריון
- בתמורה העבירה רוטשטיין **4.5** מ"ח לאנשי העיר בע"מ ונתנה הלוואות בתנאים מיטיבים
- שווים של התנאים המיטיבים למועד הרכישה הסתכם לסך של **0.7** מ"ח



לדעתנו, פרמיית השליטה המשתמעת העומדת על כ- **1.3** מ"ח הינה סבירה וזאת בעיקר בשל הסיבות הבאות:

- רוטשטיין שלטה במשותף בנרכשת טרם העסקה
- רוטשטיין הינה המממנת העיקרית של פעילות הנרכשת
- דבר המעניק לה יכולת הכוונת פעילות אף טרם העסקה
- רוטשטיין עלתה לאחוז החזקה נמוך יחסית לשליטה (55%) וביצעה זאת ע"י רכישה של אחוז מניות נמוך (4%)
- תחום הפעילות של הנרכשת והעדר תוכניות לשינוי מבנה ההנהלה והפעילות



פרמיית השליטה המשתמעת הינה "נומינלית"

- שווי הפרויקטים שבבניה יוחס למלאי, שווי הפרויקטים שאינם בבניה יוחס לחוזים עם לקוחות ולצבר הזמנות (בהתאם לשיעור החתימות)
- בעסקה נוצר מוניטין של כ-**14** מ"ח מתוכו סך של כ-**1.3** מ"ח מיוחס לפרמיית השליטה



ייחוס השווי במאזן הנרכשת

תמצית העסקה

ביום 25.8.2020 חתמה חברת רוטשטיין נדל"ן ("רוטשטיין", המחזיקה 51% בנרכשת) על הסכם עם חברת אנשי העיר בע"מ ("אנשי העיר בע"מ") לרכישת מניות בשיעור של 4% בחברת אנשי העיר מקבוצת רוטשטיין ("הנרכשת") וכן שליטה בנרכשת מכח זכויות הצבעה עדיפות בדירקטוריון

בתמורה רוטשטיין שילמה 4.5 מ"ח במזומן, וכן העניקה לאנשי העיר בע"מ הטבות נוספות:

במסגרת העסקה העניקה רוטשטיין הלוואת בעלים מטיבה לנרכשת בסך של 5 מיליון ש"ח אשר הועברו כהלוואה מטיבה לחברת אנשי העיר בע"מ

במסגרת העסקה נקבע כי הנרכשת תאריך את מועד פירעון ההלוואה המטיבה שנתנה לאנשי העיר בע"מ (כ-3 מ"ח) בכשנה וחצי



רוטשטיין עוברת משליטה משותפת, לשליטה מלאה

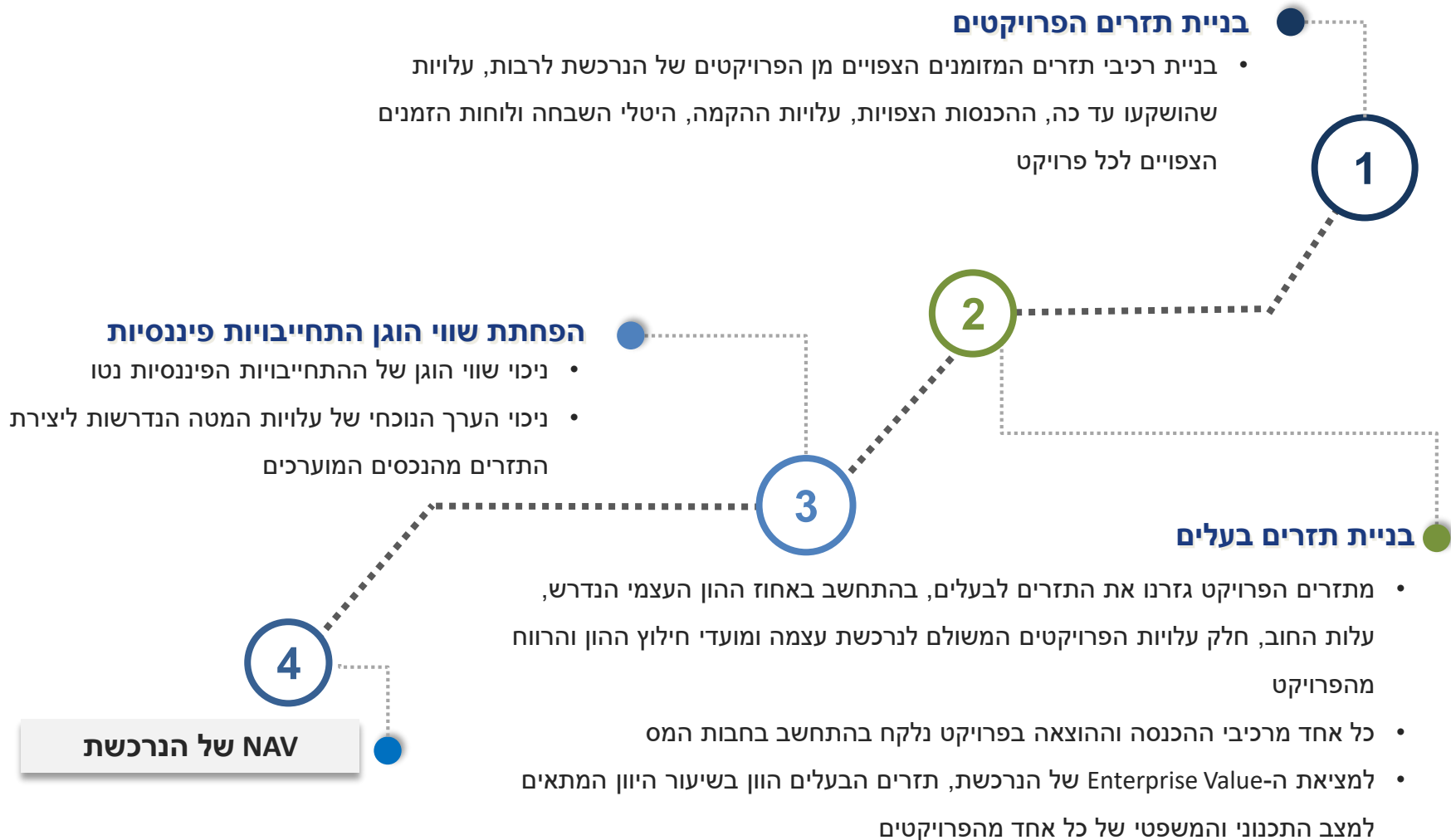




הערכת השווי לנרכשת



מתודולוגיית הערכת השווי*



* עסקת בעלי מניות מקבילה **באנשי העיר בע"מ** לא נלקחה בחשבון במתודולוגיית הערכת השווי בשל העובדה כי אנשי העיר בע"מ היא חברה פרטית אשר בה נכסים והתחייבויות נוספים באופן שלא מאפשר ללמוד ממחיר עסקת בעלי המניות על העסקה דנן



כיום, הליכי תמ"א 38/2 באזור פעילות הנרכשת מתאפיינים בוודאות גבוהה, בהליך תכנוני מקוצר ובכוחות שוק משוכללים



משך הזמנים הממוצע נקבע לאור המאפיינים העדכניים של הליכי תמ"א 38/2 באזורי הפעילות של הנרכשת

הליך תכנוני מקוצר בשל תוכנית הרובעים	שוק משוכלל בשל ריבוי פרויקטים וידע	סיום צפוי של תוכנית תמ"א 38
בתחילת מאי 2018 אושרה סופית תוכנית רובעים 3 ו-4 בתל אביב. התוכנית הקלה מאוד על הליכי התכנון והרישוי ובכך קיצרה משמעותית את לוחות הזמנים מהגעה למספר חתימות נדרש ועד לקבלת היתר בניה	עולם ההתחדשות העירונית בכלל, ואזור פעילות הנרכשת הנכלל בתוכנית הרובעים בפרט, הגיע למצב משוכלל בו גבולות המשחק ידועים הן לדיירים, הן ליזמים, והן לרשויות הרגולטוריות	בשל ההחלטה לסיים את תוכנית תמ"א 38 במתכונתה הנוכחית וחוסר הוודאות לגבי החלופה, נוצרה ההבנה אצל הדיירים כי יש להגיע להסכמות בכדי להספיק ולהיכלל בתוכנית טרם פקיעתה
קיצור לוחות זמנים לקבלת היתר, וודאות גבוהה לקבלתו	סיכונים נמוכים לאי הסכמות בין הצדדים לאחר זכיה	שיתוף פעולה מיטבי עם דיירים בשלב טיטות וחתימות

מחירי מכירה

- בחנו את הנחות הנרכשת לגבי מחירי המכירה אל מול עסקאות דומות שנעשו באזור בהתאם לנתוני רשות המיסים
- בחנו את מחירי המכירה אל מול דוחות השמאים בפרויקטים שבבניה ואל מול מחירי הדירות שנמכרו בפועל
- הנחות הנרכשת בנוגע למחירי המכירה **נמצאו על ידינו כסבירות**

עלויות הקמה

עלויות למ"ר (₪)	העלות
₪ 7,500	עלות למ"ר בנייה עילית (תמ"א 38 בנייה והריסה)
₪ 3,500	עלות למ"ר מרתפים (תמ"א 38 בנייה והריסה)

- כלל עלויות ההקמה, אשר סופקו על-ידי הנרכשת, נבדקו אל מול דוחות אפס ודוחות ליווי של פרויקטים בביצוע של שמאי הבנק, **ונמצאו סבירות**

שינויים במחירי מכירה ובעלויות בניה

- תזרים המזומנים נבנה באופן ריאלי (כלומר ללא עלית מדד)
- מטעמי שמרנות, לא הנחנו עליה ריאלית במחירי הדירות ובהתאמה לא הנחנו עליה ריאלית בעלויות ההקמה

היטלי השבחה

- הנחות הנרכשת בנוגע לגובה היטלי ההשבחה התבססו על תשלומים בפועל של נרכשת ובהתאם לרף העליון בחוות דעת עדכנית מטעם שמאי הנרכשת

עלויות בגין שירותים המסופקים על ידי הנרכשת

- השירותים המסופקים על ידי הנרכשת לפרויקטים (תקורות חברה ופיקוח) כלולים הן בתחשיב עלויות הפרויקט והן בהוצאות ההנהלה והכלליות של החברה. בסופו של יום לחברה אין הכנסה/הוצאה בגין רכיב זה
- כדי לאפס רכיב זה הותרנו את ההוצאה בתוך הפרויקט בלבד, והכרנו בהכנסה בגובה השירותים הניתנים על ידי החברה
- הנחות הנרכשת בנוגע לשירותים הניתנים לפרויקטים נבחן אל מול היקף התשלומים המאושרים על ידי שמאי הבנק בפרויקטים שבבניה, **ונמצאו סבירות**

**אחוז המינוף
והלוואות המזנין**

- אחוז ההון העצמי הנדרש על ידי הבנק נבחן אל מול הסכמי ההלוואות האחרונים שנחתמו על ידי הנרכשת והועמד בהתאם על **15%**, ריבית הבנק הממוצעת (הכלולה בעלויות הפרויקט) היא פריים פלוס 1.35%
- היקף הלוואות המזנין (ביחס להון העצמי הנדרש) נבחן אל מול הסכמי ההלוואות האחרונים שנחתמו על ידי הנרכשת והועמד בהתאם על **50%**, ריבית המזנין הועמדה על **9%**

**מועדי הזרמת
ההון ומשיכת
התקבולים**

- בהתאם להסכמי המימון של הנרכשת, עלויות טרום היתר הם חלק מההון העצמי המושקע על ידי הנרכשת והן נפרסות בקו ישר עד לתחילת הבניה
- יתרת ההון העצמי (בניכוי הלוואות המזנין) מוזרמת בתחילת הבניה
- ההון העצמי (לאחר פירעון הלוואות המזנין) נמשך בחזרה על ידי הנרכשת לאחר כ- 2/3 מתקופת הבניה
- רווחי הפרויקט נמשכים עם סיום תקופת הבניה

**לוחות הזמנים
בפרויקטים**

- בחנו את משכי התהליכים בכל הפרויקטים בשים לב להתקצרות הזמנים הנמדדת ביחס לפרויקטים ישנים
- קבענו את משכי הזמן העתידיים של כל שלב תכנוני/ביצועי בהתאם למשכי הזמן בפועל של פרויקטים אחרונים
- בחנו בשיתוף הנהלת הנרכשת את השלב התכנוני בו נמצא **כל** פרויקט ואת צפי הנרכשת לסיומו
- בהתאם לנסיבות המשתנות בכל פרויקט ופרויקט, התאמנו את משכי הזמן הכלליים שנקבעו אל הנסיבות הספציפיות בכל פרויקט ופרויקט

מיסים

- חישבנו את חבות המס הצפויה ברמת הפרויקט בהתאם לכלל ההכנסות והעלויות
- לנרכשת כ-18.4 מיליון ש"ח הפסדים מועברים, כשליש צפויים להתממש בשנה הקרובה והיתרה בשנה העוקבת. מגן המס הוון בהתאם למועדי המימוש

# הפרוייקט	סוג פרויקט	שלב נוכחי	צפי לסיום בניה אנשי העיר	צפי לסיום בניה MNS	דחיה בחודשים
1	38/2	בניה	05/2021	05/2021	0
2	38/1	בניה	03/2022	03/2022	0
3	38/2	בניה	07/2022	07/2022	0
4	38/2	בניה	03/2023	04/2023	1
5	38/2	אחרי ועדה	04/2023	05/2023	1
6	38/2	אחרי ועדה	07/2023	07/2023	0
7	38/2	אחרי ועדה	09/2023	05/2024	8
8	38/2	אחרי ועדה	09/2023	09/2023	0
9	38/2	ערר	04/2025	06/2025	2
10	38/2	אחרי ועדה	09/2023	11/2023	2
11	38/2	אחרי ועדה	01/2024	03/2024	2
12	38/2	לפני ועדה	06/2024	09/2024	3
13	38/2	לפני ועדה	08/2024	01/2025	5
14	38/2	אחרי ועדה	10/2023	01/2024	3
15	38/2	החתמות	05/2025	10/2025	5
16	38/2	אחרי ועדה	11/2023	12/2023	1
17	38/2	טיוטות	06/2025	04/2026	10
18	38/2	החתמות	06/2025	01/2026	7
19	38/2	החתמות	12/2024	02/2026	14
20	38/2	טיוטות	12/2025	05/2026	5
21	38/2	לפני ועדה	12/2024	07/2025	7
22	38/2	החתמות	12/2024	01/2026	13
23	38/2	טיוטות	03/2026	09/2026	6
24	38/2	טיוטות	12/2025	06/2026	6
25	38/2	טיוטות	12/2025	06/2026	6
26	38/2	טיוטות	12/2025	06/2026	6
27	38/2	טיוטות	01/2027	07/2027	6
28	38/2	טיוטות	12/2025	08/2026	8
29	38/2	טיוטות	12/2025	06/2026	6
30	פינוי בינוי	זכיה	09/2029	10/2030	13

שווי הנכסים*

שם הפרויקט	סוג פרויקט	שלב נוכחי	שווי חלק אנשי העיר
1	38/2	בניה	9,330,421
2	38/1	בניה	9,588,969
3	38/2	בניה	6,278,948
4	38/2	בניה	15,005,362
5	38/2	אחרי ועדה	4,433,850
6	38/2	אחרי ועדה	6,851,612
7	38/2	אחרי ועדה	10,098,613
8	38/2	אחרי ועדה	6,302,656
9	38/2	ערר	5,241,537
10	38/2	אחרי ועדה	5,929,937
11	38/2	אחרי ועדה	4,704,979
12	38/2	לפני ועדה	6,882,182
13	38/2	לפני ועדה	4,152,946
14	38/2	אחרי ועדה	4,820,873
15	38/2	החתמות	2,719,513
16	38/2	אחרי ועדה	4,671,463
17	38/2	טיוטות	1,956,288
18	38/2	החתמות	2,846,842
19	38/2	החתמות	2,904,006
20	38/2	טיוטות	2,565,598
21	38/2	לפני ועדה	4,481,507
22	38/2	החתמות	2,426,523
23	38/2	טיוטות	3,731,347
24	38/2	טיוטות	1,352,782
25	38/2	טיוטות	1,622,630
26	38/2	טיוטות	1,551,639
27	38/2	טיוטות	6,334,393
28	38/2	טיוטות	1,929,597
29	38/2	טיוטות	1,248,736
30	פינוי בינוי	זכיה	3,515,751
סה"כ			145,481,497

שיעורי ההיוון ריאליים

סטטוס תכנוני	שיעור היוון ריאלי	שווי פרויקטים (מיליון ש"ח)
בשלבי בנייה	10%	40.2
לאחר ועדה טרם קבלת היתר סופי	11.5%	47.8
בהליך אישור טרם החלטת ועדה	12.5%	15.5
בהליכי ערר	15.5%	5.2
בשלב החתמת הדיירים טרם השגת הרוב הנדרש	18%	10.8
בשלב טיוטות חוזה	22%	22.2
טיוטות חוזה פינוי בינוי	25%	3.5

■ מאחר ואנו מהוונים את התזרימים לבעלים מכל פרויקט ופרויקט, שיעורי ההיוון נקבעו בהתבסס על R_E של חברות יזמיות למגורים

(ראהנספח 1), תוך התאמה לסיכון העודף/ חסר בשל השלב

התכנוני/ ביצועי בו נמצא כל פרויקט

■ שיעור ההיוון המשוקלל על ההון שהתקבל הינו כ- 17.5%

■ לצורך חישוב השווי של פרויקט נווה אליעזר, אשר הינו פרויקט פינוי בינוי, נלקח מקדם היתכנות של 33% בנוסף על הסיכונים הגלומים בשיעור ההיוון.

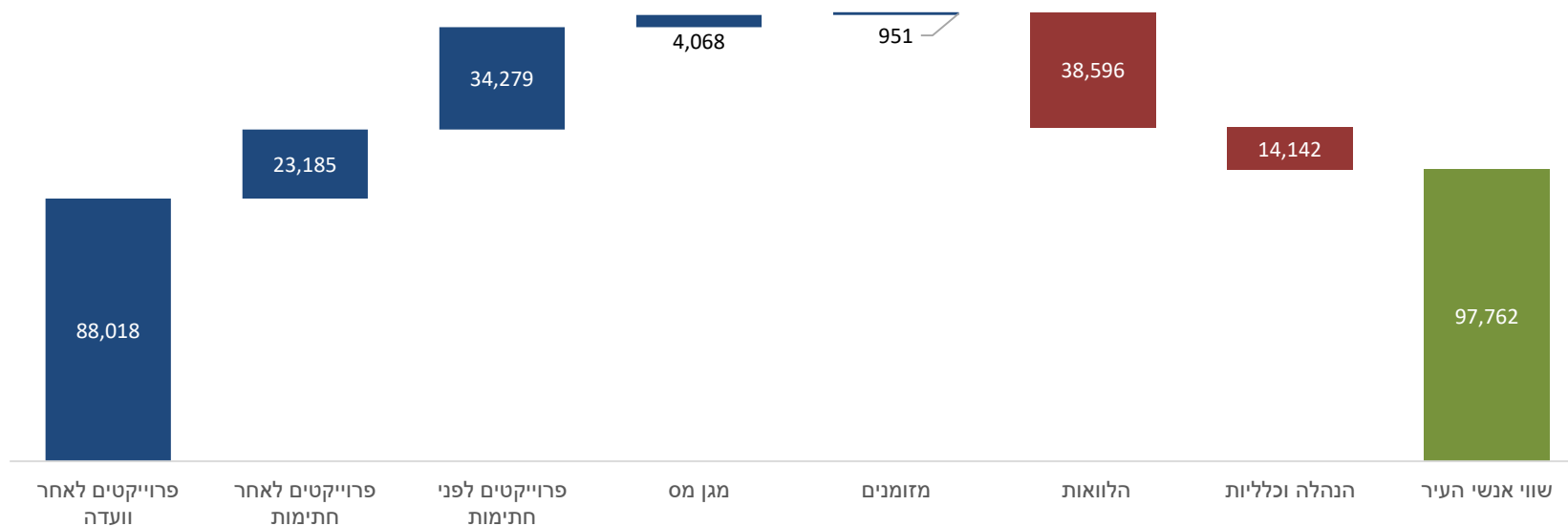
* לצפייה בנתוני הפרויקטים ראהנספח ב'

הערות	שווי הוגן (אלפי ש"ח)	ההלוואה
הלוואות שנלקחו בשנה האחרונה מצדדים שלישיים	1,115	הלוואה מבנק הפועלים
	10,080	הלוואות מהאחים נאווי
הלוואות בשוויים ההוגן בספרי רוטשטיין בריבית היוון של 13%, המוערכת מדי תקופה על ידי מעריך שווי חיצוני של רוטשטיין, ראה להלן שקף 22	2,457	הלוואה מרוטשטיין 2.62% ריבית
	12,360	הלוואה מרוטשטיין 7.5% ריבית
	10,850	הלוואה מרוטשטיין 9% ריבית
הלוואה שזמן פירעונה נדחה במסגרת העסקה	(3,024)	הלוואה לאנשי העיר בע"מ (נכס)
יתרה לשלם לאנשי העיר בע"מ (זכאים)	4,738	יתרה מאנשי העיר בע"מ
	(951)	מזומן (נכס)
	37,645	סה"כ
הערות	(אלפי ש"ח)	חישוב ערך נוכחי של הוצאות ההנהלה וכלליות
ממוצע הוצאות ההנהלה וכלליות בחודשים האחרונים	430	סך הוצאות ההנהלה וכלליות ממוצעות לחודש
עלות שכר של מפקחים עובדי הנרכשת המשולמים מכספי הפרויקטים ונלקחים בשווי הפרויקטים	(15)	הוצאות (חודשיות) הרשומות בהנה"כ המועמסות על הפרויקטים
חלק מן ההוצאות מושקעות בפיתוח פרויקטים עתידיים אשר ערכם לא נלקח בהערכת השווי	75%	חלק הוצאות בקשר עם פרויקטים נוכחיים
בהתאם לסיכון הגלום בתזרים	6%	שיעור היוון
משך השנים לפרויקט בהתחשב בהיקף כח אדם משתנה	6 שנים	תקופת ההיוון
	(14,142)	סה"כ ערך נוכחי של ההנהלה וכלליות בניכוי מגן מס

התחייבויות פיננסיות נטו

הנהלה וכלליות

סיכום שווי הנרכשת על בסיס הנחות MNS (אלפי ₪)



145,481	סה"כ שווי פרויקטים
(47,719)	מגן מס, מזומנים הלוואות והנה"כ
97,762	סה"כ שווי הנרכשת (100%)

שיעור הדיון ממוצע על ההון								מיליון ש"ח
23.5%	21.5%	19.5%	17.5%	15.5%	13.5%	11.5%		
84.5	93.8	104.2	115.7	128.6	143.1	159.4	-10	חודשי הקדמה (שלילי) או איחור (חיובי) בתחילת הבניה לעומת הנחות MNS
71.1	80.5	91.0	102.7	115.8	130.7	147.5	-5	
69.8	79.1	89.6	101.4	114.6	129.7	146.7	-2	
66.2	75.5	86.0	97.8	111.1	126.2	143.5	0	
62.8	72.0	82.5	94.3	107.7	122.9	140.3	2	
57.9	67.1	77.5	89.3	102.8	118.1	135.7	5	
50.3	59.4	69.8	81.5	95.0	110.5	128.4	10	



הקצאת תמורת הרכישה



תהליך "הקצאת עלות רכישה" הקרוי PPA (Purchase Price allocation) הינו תהליך בו מקצים את ההפרש שבין עלות הרכישה לבין ההון העצמי הנרכש

שלבים בתהליך ההקצאה

<p>זיהוי הרוכש</p> 	<ul style="list-style-type: none"> הישות אשר משיגה שליטה על הנרכש <u>אינדיקציות לזיהוי הרוכש:</u> <ol style="list-style-type: none"> הרוכש הוא הישות המשתלבת אשר בעליה כקבוצה מקבלים את החלק הגדול ביותר של זכויות ההצבעה בישות המשולבת קיומה של זכות הצבעה גדולה בישות המשולבת, כאשר אין בעלים אחרים או קבוצת בעלים עם זכות הצבעה משמעותית הרוכש הוא הישות המשתלבת אשר לבעליה יש את היכולת למנות או להדיח את רוב חברי הדירקטוריון בישות המשולבת
<p>קביעת מועד רכישה</p> 	<ul style="list-style-type: none"> מועד הרכישה הינו המועד בו הרוכש משיג שליטה על הנרכש. מועד זה הוא בדרך כלל מועד הסגירה שבו הרוכש מעביר משפטית את התמורה, רוכש משפטית את הנכסים של הנרכש ונוטל משפטית את התחייבויות הנרכש <u>אינדיקציות לזיהוי מועד הרכישה:</u> <ol style="list-style-type: none"> המועד שבו הרוכש מתחיל להשפיע על המדיניות הכספית והתפעולית של הנרכש מועד העברת התמורה (על אף שאינו בהכרח מועד הרכישה) מועד המינוי של מרבית הדירקטורים, על אף שמועד הרכישה מתקיים במקרים רבים לפני מועד זה
<p>הכרה ומדידה של נכסים והתחייבויות</p> 	<p>לצורך ההכרה והמדידה של נכסים ניתנים לזיהוי שנרכשו והתחייבויות שניטלו קובע התקן שני עקרונות מנחים מצטברים :</p> <ol style="list-style-type: none"> <u>עקרון הכרה</u>- במועד הרכישה הרוכש נדרש להכיר בנפרד במוניטין, בנכסים הניתנים לזיהוי שנרכשו, בהתחייבויות שניטלו ובזכויות שאין מקנות שליטה <u>עקרון מדידה</u>- כעקרון מנחה יש למדוד את הנכסים הניתנים לזיהוי שנרכשו ואת ההתחייבויות שניטלו בהתאם לשווים ההוגן במועד הרכישה, למעט מספר חריגים
<p>הכרה ומדידה של מוניטין/רווח הזדמנותי</p> 	$\text{שווי תחייבויות} - \text{שווי נכסים לא מוחשיים} + \text{שווי נכסים מוחשיים} = \text{שווי פעילות}$ $\text{שווי נרכש} = \text{חלק נרכש} \times \text{שווי פעילות}$ $\text{מוניטין/רווח הזדמנותי} = \text{שווי נרכש} - \text{תמורה שהועברה}$

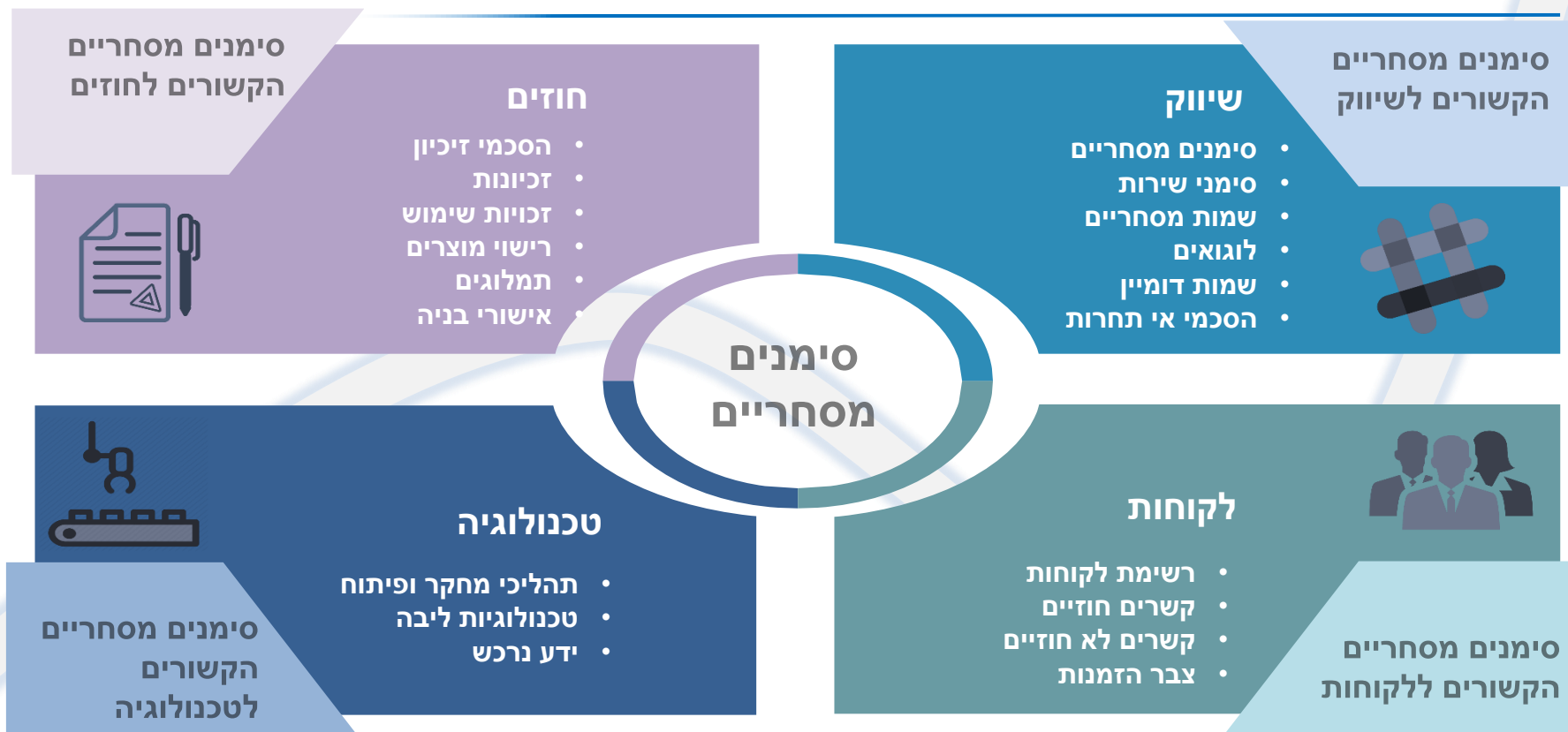
כחלק מההכרה והמדידה של נכסים והתחייבויות יש לאתר נכסים בלתי מוחשיים ככל וישנם

נכס בלתי מוחשי ניתן לזיהוי ככזה אם הוא מקיים לפחות אחד משני הקריטריונים הבאים:



1. תנאי יכולת ההפרדה - על הנכס להיות ניתן להפרדה מיתר נכסי החברה, כלומר עליו להיות ניתן למכירה, העברה, השכרה, החלפה או להענקת רישיון לשימוש בו
2. תנאי חוזי-משפטי – הנכס נובע מזכויות חוזיות או זכויות משפטיות אחרות ללא חשיבות אם הוא ניתן להעברה

דוגמאות לנכסים בלתי מוחשיים:



במקרה דנן, זיהנו נכסים בלתי מוחשיים בדמות חוזים עם לקוחות וצבר הזמנות כפי שיתואר בהמשך

את הנכסים הבלתי מוחשיים הוספנו אל מאזן הנרכשת והתאמנו לשווי הוגן את שאר הנכסים וההתחייבויות

שווי מאזני מול שווי כלכלי

מס' ביאור	שווי הוגן	התאמות לשווי	נטרול שינוי הוני מהעסקה	30/09/2020	דוח על המצב הכספי
					נכסים
	951,479	0		951,479	מזומנים
	5,469,888	0		5,469,888	מזומנים בחשבונות ליווי ומוגבלים
	5,935,551	0		5,935,551	לקוחות
	1,514,392	0		1,514,392	חייבים ויתרות חובה
1	111,840,722	22,673,420		89,167,302	מלאי יחידות דיור למכירה
	348,888	0		348,888	הוצאות מראש
5	6,925,769	(449,188)	449,188	6,925,769	הלוואה לחברה בעלת מניות
	238,058	0		238,058	רכוש קבוע
2	56,227,002	56,227,002		0	חוזים עם לקוחות
3	23,612,800	23,612,800		0	צבר הזמנות
	4,228,878	0		4,228,878	נכס מס נדחה
	217,293,427	102,064,034	449,188	114,780,205	סה"כ נכסים מזוהים
					התחייבויות
	11,213,801	0		11,213,801	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים ואחרים
	11,102,867	0		11,102,867	ספקים וזכאים אחרים
	7,597,206	0		7,597,206	מקדמות מרוכשי דירות
	43,478,955	0		43,478,955	התחייבויות למוכרי מקרקעין
4	23,474,728	23,474,728		0	התחייבות מס נדחה
	16,407,293	0		16,407,293	הלוואות לזמן ארוך מתאגידים בנקאיים
	30,019,133	0		30,019,133	הלוואות לזמן ארוך מחברה בעלת מניות
	143,293,983	23,474,728	0	119,819,255	סה"כ התחייבויות מזוהות
					הון
	73,999,444	78,589,306	449,188	(5,039,050)	(גרעון) בהון
	217,293,427	102,064,034	449,188	114,780,205	סה"כ התחייבויות מזוהות והון

התאמות השווי נעשו אל מול שווי הפרויקטים שהתקבל בהערכת השווי

1. מלאי יחידות דיור למכירה

שווי כלכלי	התאמות	ספט-20 ספרים	אלפי ש"ח
(693)	0	(693)	הון חוזר פרויקטים בביצוע
238	0	238	רכוש קבוע
(16,407)	0	(16,407)	ההלוואות ברמת הפרויקט
56,136	22,673	33,463	מלאי נטו*
39,274	22,673	16,600	סה"כ נכסים והתחייבויות הכלולות בשווי פרויקטים בביצוע

- בהערכת השווי שביצענו, שווי הפרויקטים בביצוע כולל את תזרימי המזומנים בגין ההון החוזר וההלוואות ועל כן התאמת השווי חושבה אל מול כלל סעיפים אלו, כאשר ההפרש נזקף לשווי המלאי
- הפרש השווי נזקף לזכות המלאי בכל פרויקט ופרויקט וימומש לעלות המכר בהתאם להתקדמות הביצוע ולכללי ההכרה בהכנסה

2. חוזים עם לקוחות

שווי כלכלי	התאמות	ספט-20 ספרים	אלפי ש"ח
11,031	0	11,031	הוצאות טרום היתר כנכס במאזני הנרכשת
56,227	56,227	0	נכס חוזים עם לקוחות
67,258	56,227	11,031	סה"כ נכסים והתחייבויות הכלולות בשווי פרויקטים לאחר חתימות

- הנכס חוזים עם לקוחות כולל פרויקטים (שאינם בביצוע) לאחר חתימות דיירים
- השווי הכלכלי של פרויקטים לאחר חתימות נקבע בהתאם לתזרים המזומנים מהפרויקטים כאמור בהערכת השווי
- הנכס צפוי להתממש לעלות המכר בהתאם להתקדמות הביצוע ולכללי ההכרה בהכנסה

* מלאי בניכוי התחייבות למוכרי מקרקעין ובניכוי חלק הוצאות טרום היתר השייכות לפרויקטים שלא בביצוע

3. צבר הזמנות/ קשרי לקוחות

שווי כלכלי	התאמות	ספט-20 ספרים	אלפי ש"ח
1,195	0	1,195	הוצאות טרום היתר כנס במאזני הנרכשת
23,612	23,612	0	כנס חוזים עם לקוחות
24,807	23,612	1,195	סה"כ נכסים והתחייבויות הכלולות בשווי פרויקטים בטיטות משפטיות לאחר מכרז

- הנכס צבר הזמנות כולל פרויקטים בהם זכתה הנרכשת במכרז הקבלנים מול נציגות הבניין הנמצאים בשלב טיטות משפטיות
- השווי הכלכלי של פרויקטים בטיטות משפטיות לאחר מכרז נקבע בהתאם לתזרים המזומנים מהפרויקטים כאמור בהערכת השווי
- הנכס צפוי להתממש לעלות המכר בהתאם להתקדמות הביצוע בפרויקטים אלו ובהתאם לכללי ההכרה בהכנסה.

4. מיסים נדחים

שווי כלכלי	התאמות	דצמ'-19	אלפי ש"ח
(23,474)	(23,474)	-	התחייבות מס נדחה בקשר עם הנכסים שהוכרו
(23,474)	(23,474)	-	סה"כ

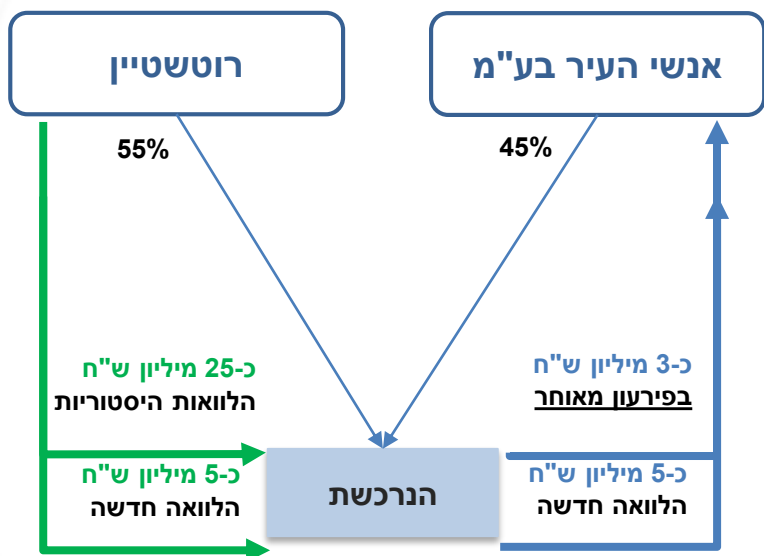
- בגין עודפי העלות הוספנו כנס/התחייבות מס נדחה בשיעור של 23% - שיעור המס הצפוי במועד ההיפוך

לאורך השנים רוטשטיין מזרימה הלוואות בעלים לנרכשת מעבר לחלקה בהון

כיום, חברת רוטשטיין וחברת אנשי העיר בע"מ מחזיקות במשותף בנרכשת כאשר זכויות ההצבעה בדירקטוריון נחלקות באופן שווה ביניהם על אף אחוזי ההחזקה בהון, חוזה השותפות קובע כי הצדדים יזרימו הלוואות בעלים לנרכשת ביחס של 25:75 בפועל, למן הקמת הנרכשת, רוטשטיין הזרימה לאורך השנים כ-25 מ"ח **לבדה** ("ההלוואות ההיסטוריות"), כאשר היא למעשה מהווה את מקור המימון העיקרי לפעילות הנרכשת



מבנה הלוואות הבעלים לאחר העסקה



הסיכון בהלוואה החדשה זהה לסיכון בהלוואות היסטוריות

הסיכון הגלום בהלוואות ההיסטוריות נאמד על ידי מעריך שווי חיצוני של חברת רוטשטיין ושיעור ההיוון נקבע על 13% (30.06.2020)



שיעור ההיוון מתבסס על סביבת הריביות של הנרכשת (הלוואות מזנין בפרוייקטים בשיעור של כ-9%-10%) בתוספת הסיכון הגלום בתלות בהון הנרכשת



ההלוואה שניתנה במסגרת העסקה ("ההלוואה החדשה") ודחיית הלוואת ה-3 מיליון שניתנה בעבר לאנשי העיר בע"מ ("ההלוואה הנדחית") כוללות בטוחה בדמות מניות אנשי העיר בנרכשת, אשר להערכתנו אינם משפיעה על הסיכון הגלום בהלוואות לעומת ההלוואות ההיסטוריות, ועל כן שיעור ההיוון נקבע על 13%



ההלוואה החדשה וההלוואה הנדחית מגלמות הטבה של כ-0.7 מש"ח שניתנה לאנשי העיר בע"מ במסגרת הרכישה

5. (א) הלוואה חדשה 5 מיליון ש"ח

קרן	ריבית חוזית	מועד פרעון	ריבית להיוון	שווי הוגן
5,000,000	6%	31/12/2022	13%	4,302,149
סה"כ הטבה נטו ממס				537,345

- במסגרת הרכישה העניקה רוטשטיין לנרכשת הלוואת בעלים בתנאים מיטיבים ונקבע כי ההלוואה תועבר לאנשי העיר בע"מ באותם תנאים, המשמעות הכלכלית היא כי ניתנה הטבה לאנשי העיר (המוכר) במסגרת העסקה, בגובה הפרש הריביות ובניכוי החיסכון במס
- הצגתית, לנרכשת הועברה הלוואה מטיבה מחד, אך נכס ירוד מאידך, ועל כן ההטבה שבהלוואה אינה מקבלת ביטוי בעודפי העלות

(ב) דחיית פירעון הלוואת אנשי העיר בע"מ

ש"ח	קרן	ריבית חוזית	מועד פרעון	ריבית להיוון	שווי הוגן
הלוואה היסטורית מרוטשטיין לנרכשת	3,000,000	2.6%	30/06/2023	13%	2,457,340
הלוואה מהנרכשת לאנשי העיר טרם העסקה	3,000,000	2.6%	<u>30/04/2021</u>	13%	3,024,128
הלוואה מהנרכשת לאנשי העיר לאחר העסקה	3,000,000	2.6%	<u>31/12/2022</u>	13%	2,574,940
סה"כ הטבה					449,188
סה"כ הטבה נטו ממס					345,875

- רוטשטיין העניקה הלוואת בעלים היסטורית לנרכשת עד 2023, הנרכשת העבירה את ההלוואה לאנשי העיר בע"מ למועד קצר יותר
- במסגרת הרכישה העניקה הנרכשת לאנשי העיר הארכה למועד הפירעון ובכך העניקה לאנשי העיר הטבה כלכלית של כ-346 אש"ח
- מנגד, נכס ההלוואה בספרי הנרכשת נגרע באותו הסכום עקב הדחיה, ואנשי העיר משתתפים בגריעה זו בשל אחזקתם בנרכשת
- ההטבה נטו ממס (346 מש"ח) בניכוי חלקה של אנשי העיר בנרכשת (45%) עולה לכדי הטבה בסך של כ-190 אש"ח
- מהבחינה ההצגתית, ההטבה באה לידי ביטוי בשינוי שוויו ההוגן של נכס ההלוואה בספרי הנרכשת (449 אש"ח) דרך עודפי העלות

סך ההטבה הגלומה בהלוואה החדשה (כ-537 אש"ח) וההטבה הגלומה בדחיית ההלוואה הנדחית (כ-190 אש"ח) עולה לכדי הטבה של כ-700 אש"ח

הקצאת תמורת הרכישה

ספט' 20	ביאור	נכסים מזוהים
(אלפי ₪)		תמורת הרכישה
4,500		מזומן
537	הטבה הגלומה בהלוואה 5 מש"ח לאנשי העיר בע"מ	הלוואה מיטיבה
49,858	בהתאם לתקינה החשבונאית יש להעלות את הכלולה בספרים לשווי הוגן ולגרוע אותה במסגרת תמורת הרכישה	גריעת כלולה בשווי הוגן
0	ההטבה לאנשי העיר מתקזזת עם ההכבדה לנרכשת	דחיית הלוואה לאנשי העיר
54,896		סה"כ
(4,589)	הון עצמי ספרים 30.09.2020 בניכוי שינוי הוני בגין הרכישה	הון עצמי נרכש- 100%
		<u>עודפי עלות- 100%</u>
		הרעה בנכס ההלוואה לאנשי העיר
(449)	לעיל התאמה 5	מלאי
22,673	לעיל התאמה 1	חוזים עם לקוחות
56,227	לעיל התאמה 2	צבר הזמנות
23,613	לעיל התאמה 3	התחייבות מס נדחה
(23,474)	לעיל התאמה 4	זש"מ"ש
(33,300)	45% מנכסים מזוהים נטו (ללא חלקם במוניטין)	סה"כ נכסים נרכשים מזוהים נטו
40,700		
		סה"כ מוניטין
14,196	מתוכם סך של 1,317 בגין פרמיית שליטה	

הסבר	אלפי ש"ח	מצאת פרמיית השליטה
4.5 במזומן + הטבה של כ-0.7 מש"ח	5,228	סה"כ תמורה כלכלית
4% משווי הנרכשת	3,910	שווי 4% הנרכשים
פרמיה נומינלית	1,317	פרמיית שליטה

פרמיית השליטה הנומינלית המגולמת בעסקה נובעת מהמעבר משליטה משותפת לשליטה מלאה



פרמיית השליטה היא פועל יוצא של השפעת הרוכש על החברה טרם העסקה אל מול השפעת הרוכש לאחר העסקה

מהי פרמיית שליטה

פרמיית שליטה - המחיר העודף אשר משולם על מניות המקנות שליטה בהשוואה למחיר מניות שאינן מקנות שליטה¹

הגורמים העיקריים המעצבים את פרמיית שליטה²

"היבט שלילי"

השליטה בעיני הרוכש תאפשר לו לצרוך ממשאבי החברה באופן מוגבר ביחס לשאר בעלי המניות. בשל כך הוא מוכן לשלם מחיר גבוה יותר ממחיר המניה בשוק.

"היבט חיובי"

השליטה בעיני הרוכש תאפשר לו לנהל את החברה בצורה טובה יותר ולהשיא ערך לבעלי המניות. ערך החברה מנקודת מבטו גבוה יותר מהערך בשוק והדבר מתבטא במחיר גבוה יותר שיסכים לשלם

פרמיית העברת שליטה

ככל ולרוכש קיימת יכולת להכווין את פעילות הנרכשת טרם הרכישה כבמקרה דנן, אין מדובר ב"העברת שליטה" והפרמיה אותה יהיה מוכן לשלם - קטנה

"היבט שלילי"

ככל ורלוונטי, לרוכש כבר הייתה היכולת לצרוך ממשאבי החברה באופן מוגבר והעליה לשליטה לא צפויה לשנות מהותית את מצבו

"היבט חיובי"

במקרים בהם (I) הרוכש שולט במשותף טרם העסקה, (II) הרוכש מזרים באופן שוטף מימון לנרכשת ו-(III) אין לרוכש כוונה לשנות את פעילות הנרכשת או את הנהלתה, השליטה לא תאפשר לו להשיא ערך עודף והפרמיה תהיה קטנה במיוחד

פרמיית שליטה כשלרוכש יכולת להכווין את הנרכשת

במקרים בהם יש שליטה משותפת בנרכש טרם העסקה אין מדובר בפרמיית "העברת שליטה" וההגיון הכלכלי בבסיס פרמיית השליטה נחלש באופן מהותי



1. Alexander Dyck & Luigie Zingales, Control premiums and the effectiveness of corporate governance system, The Journal of Finance, (2004)
2. שווי והשגת שליטה, אלונה בר און ויצחק סוארי, הפקולטה לניהול אוניברסיטת תל אביב, דצמבר 2005.

ממוצע כלל מקרי העברת השליטה

המחקר העדכני ביותר בישראל¹ ("מחקר חנס") קובע חציון פרמיית העברת שליטה של בין 5.5% ל-7.8% משווי המניות, בהתאם לכלל העסקאות ב-10 השנים האחרונות

פרמיית השליטה בעסקה הספציפית בהתאם לקריטריונים במחקר חנס

מחקר חנס **מסנן מהמדגם** עסקאות בהן "הרוכש הוא אחד מבעלי השליטה הקיימים" (כבמקרה דנן)

מחקר חנס **מסנן מהמדגם** עסקאות בהן "כמות המניות הנרכשת עומדת על פחות 20% מהון המניות המונפק של החברה" (כבמקרה דנן)

מחקר חנס מראה כי פרמיות השליטה בישראל נמצאות במגמת ירידה

פרמיית השליטה בעסקה הספציפית בהתאם לקריטריונים בספרות

פרמיות השליטה בחברה פרטית גבוהות ביחס לממוצע²

פרמיות השליטה בתחום הנדל"ן נמוכות יחסית לממוצע³

פרמיית השליטה תלויה בטיב ההנהלה הנוכחית, במקרה דנן בו הנהלת החברה הנרכשת הגדילה משמעותית את שווי החברה ובהתאם לכך צפוי כי לא יעשו שינויים²

פרמיית השליטה בעסקה דנן תקבע הרבה מתחת לממוצע, וסביר שהיא שייכת לקבוצת התוצאות הנמוכות במדגם



1. אילון בלום, שרון חנס, רויטל יוסף ובני לאוטרבך, **שוויה של שליטה בחברה בעקבות רפורמות מקיפות בממשל התאגידי הישראלי**, מאי 2020 ("מחקר חנס")
2. Damodaran, A., 2011. The value of control: implications for control premiums, minority discounts and voting share differentials. NYUJL & Bus., 8, p.487
3. <https://www.bvresources.com/docs/default-source/sample-reports/control-premium-study-quarterly-report.pdf>

השפעה	יישום לעסקה הנוכחית	הסבר	שליטה באמצעות תלות תזרימית
	רוטשטיין מזרימה הלוואות בעלים (באופן חד צדדי) באופן שוטף כדי לתמוך בפעילות החברה, עובדה המאפשרת לה להכווין בפועל את הפעילות	לעיתים מבנה החוב/הון של החברה מאפשר לצד מסויים שליטה אפקטיבית בפעילות החברה מעבר לשיעור אחזקותיו בהון	
	במקרה דנן בו רוטשטיין מגיעה לאחוז החזקה העולה במעט על 50%, התועלות מהעסקה נמצאות ברף התחתון של מקרי השגת שליטה	ככל והרוכש מגיע לשיעור החזקה גבוה יותר לאחר השליטה התועלות מהשליטה חזקות יותר בשל ריבוי החזקותיו	אחוז ההחזקה לאחר העסקה
	במקרה דנן רוכש שאינו רוטשטיין יוכל לקנות את מניות המיעוט בלבד (4%), ועל כן מכירת השליטה לרוטשטיין נעשית ללא מתחרים ומחירה יורד	כאשר אין רוכש אלטרנטיבי לשליטה המכירה נעשית שלא בתנאי שוק תחרותי, אזי פרמיית השליטה המשולמת קטנה יותר	שליטה מנקודת מבטו של מוכר

1,317	פרמיית השליטה
÷	
97,762	שווי הנרכשת
=	
1.4%	אחוז מתוך השווי

בהתאם למאפיינים הספציפיים בעסקה, מצאנו את פרמיית השליטה המתקבלת כסבירה



רכיב	תיאור	תוצאה
T	שיעור המס לטווח ארוך	23%
Rf	ריבית חסרת סיכון אשר נקבעה על בסיס תשואה של אג"ח ממשלתי צמוד ל- 10 שנים	-0.2%
Rp	פרמיית השוק אשר נקבעה בהתאם למחקריו של Damodaran (יולי 2020)	6.26%
β	סיכון החברה ביחס לשוק אשר נקבע בהתאם לביטא ממוצעת חברות דומות בענף בהתאמה לשיעור המינוף של החברה	0.59
SCP	נקבעה על בסיס מחקרי Duff & Phelps (2020) לאור גודלה של החברה	8.02%

$$RE = R_f + R_p * BETA + SCP$$

בהתבסס על האמור לעיל, נקבע שיעור הויון של הון החברה (RE) על 12%

# פרויקט	עיר	חתימות	שלב	צפי מכירות	צפי עלויות	רווח צפוי נטו ממס	הון עצמי	מזנין
1	תל אביב	38/2	בניה	44,521	36,944	5,834	7,401	3,301
2	תל אביב	38/1	בניה	35,142	28,039	5,470	5,165	0
3	תל אביב	38/2	בניה	44,628	37,634	5,385	5,226	3,658
4	תל אביב	38/2	בניה	54,299	42,203	9,314	7,615	4,230
5	תל אביב	38/2	אחרי ועדה	30,086	25,171	3,784	3,851	1,925
6	תל אביב	38/2	אחרי ועדה	50,101	40,657	7,272	6,168	3,084
7	תל אביב	38/2	אחרי ועדה	87,741	72,129	12,021	10,950	5,475
8	תל אביב	38/2	אחרי ועדה	46,152	36,895	7,128	5,600	2,800
9	תל אביב	38/2	ערר	101,773	81,985	15,237	12,555	6,277
10	תל אביב	38/2	אחרי ועדה	47,042	37,933	7,014	5,891	2,946
11	תל אביב	38/2	אחרי ועדה	39,616	32,625	5,383	4,959	2,480
12	תל אביב	38/2	לפני ועדה	66,297	52,533	10,598	8,054	4,027
13	תל אביב	38/2	לפני ועדה	46,260	37,960	6,391	5,912	2,956
14	תל אביב	38/2	אחרי ועדה	48,772	41,129	5,885	6,300	3,150
15	תל אביב	38/2	חתימות	50,036	41,863	6,293	6,345	3,172
16	תל אביב	38/2	אחרי ועדה	43,898	36,822	5,449	5,589	2,794
17	תל אביב	38/2	טיוטות	54,565	45,772	6,771	6,953	3,476
18	תל אביב	38/2	חתימות	53,584	44,102	7,301	6,746	3,373
19	תל אביב	38/2	חתימות	51,934	42,500	7,264	6,440	3,220
20	תל אביב	38/2	טיוטות	72,582	60,554	9,262	9,257	4,629
21	תל אביב	38/2	לפני ועדה	51,634	42,745	6,845	6,477	3,239
22	תל אביב	38/2	חתימות	40,489	32,545	6,117	4,969	2,484
23	תל אביב	38/2	טיוטות	91,934	73,260	14,379	11,250	5,625
24	תל אביב	38/2	טיוטות	36,260	29,716	5,039	4,588	2,294
25	תל אביב	38/2	טיוטות	50,940	43,133	6,011	6,535	3,268
26	תל אביב	38/2	טיוטות	38,165	30,831	5,647	4,755	2,378
27	תל אביב	38/2	טיוטות	232,045	195,613	28,053	29,646	14,823
28	תל אביב	38/2	טיוטות	54,313	44,630	7,456	6,825	3,413
29	תל אביב	38/2	טיוטות	38,205	32,003	4,776	4,866	2,433
30	תל אביב	פינוי בינוי	זכיה	561,000	476,850	64,796	71,528	35,764