



דירוג אשראי סינטטי של חברת טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ

ליום 10 באוגוסט 2017

עבודה לדוגמא

אוגוסט 2017



Recognize. Measure. Present the Result.

שווי פנימי

רח' ברניצקי 5, ראש"צ, ישראל.

משרד : 077.507.0590

פקס : 153.77.507.0590

www.intrinsicvalue.co.il

לכבוד

רו"ח אביעד כהן

Intrinsic Value

5 Branitzky St., Rishon LeZion, Israel.

Office: +972.77.507.0590

Fax: +972.153.77.507.0590

Web site: www.intrinsicvalue.co.il

עשויים לשנות את הבסיס להנחות עבודתנו ובהתאם את מסקנותינו. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהו לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של נתונים אלה, אלא הערכה כלכלית אינדיקטיבית המבוססת על מודלים מודלים סטטיסטיים, הנחות עבודה והערכות עתידיות כמפורט להלן ובגוף העבודה. חוות דעתנו המצורפת להלן כוללת את תיאור המתודולוגיה אשר שימשה לחוות הדעת. התיאור הכלול בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמנו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם. לסייגים נוספים, אנו מפנים את תשומת הלב לגוף עבודתנו.

דירוג אשראי סינטטי מתייחס למכלול ההיבטים הכלכליים הקשורים בקביעת ההסתברות לחדלות פירעון בלבד ואין בה משום המלצה או הבעת דעה אודות ביצוע פעולה כלשהיא או הימנעות ממנה, לרבות המלצת השקעה, מכירה או כל פעולת דיספוזיציה אחרת. בשל אי הוודאות העסקית הכרוכה בניסיון להעריך את הפרמטרים הכלכליים העיקריים ששימשו בעבודתנו וכן ריבוי הפרמטרים האקסוגניים והאנדוגניים לחברה כאחד, העשויים להשפיע על תוצאות הפעילות בעתיד והתוצאות הכלכליות בפועל, אין כל ערובה או ביטחון כי תוצאות המודלים וההערכות אותם נקטנו בעבודתנו יתקיימו בפועל ומטרתם לשקף את הידע הקיים בידנו, ככל שידוע, במועד עבודתנו. עוד נציין כי הערכה כלכלית זו אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע קיים והינה רלוונטית למועד עריכתה בלבד.

הנדון: דירוג אשראי סינטטי של חברת טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ ליום 10

באוגוסט 2017

התבקשנו לבצע דירוג אשראי סינטטי (להלן "להלן" "עבודתנו" ו/או "חוות דעתנו") לחברת טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ (להלן "החברה") ליום 10 באוגוסט 2017 (להלן "מועד עבודתנו"), תחת הנחות מסוימות המופרטות להלן, לצורכי בחינת השקעה ולמטרה זו בלבד.

מטרת עבודה זו הינה לבצע דירוג אשראי סינטטי לחברה על בסיס הנחות מסוימות הכלולות בגוף עבודתנו ולמטרה זו בלבד. צד ג' כלשהו לא יוכל לעשות בה שימוש או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורנו מראש ובכתב.

לצורך גיבוש חוות דעתנו, התבססנו על דוחות כספיים מפורסמים של החברה ונתוני שוק אודות מכשירי החוב שלה. בעבודתנו, פעלנו תחת הנחת הסתמכות על מקורות מידע הנראים כסבירים, אולם לא ביצענו כל פעולות ביקורת או סקירה, כהגדרתן בדיון בפסיקה או בנוהג, או ערכנו בדיקה או בחינה עצמאית בלתי תלויה של המידע שקיבלנו ולפיכך, איננו מחוויים כל דעה אודות נאותות הנתונים אשר שימשו בעבודתנו. יודגש כי שינויים במשתנים העיקריים, בהנחות היסוד ו/או במידע,



פרטי המשרד המעריך:

משרד הערכות השווי "שווי פנימי" מתמחה בביצוע ניתוחים כמותיים במכשירים פיננסיים ובמדידת סיכונים לצורכי יישום הוראות רגולטוריות, תקינה חשבונאית, פיתוח, יישום ותיקוף מודלים בתחומי הניהול הסיכונים ובנושאים נוספים. לפרטים נוספים, ראו נספח עבודתנו.

פרטי השכלתו וניסיונו של האקטואר: מר רועי פולניצר, אקטואר

בעלים של משרד הערכות השווי "שווי פנימי". מר פולניצר הינו חוקר, מעריך שווי פיננסי, אקטואר פיננסי ומודליסט פיננסי וכלכלי, בעל תואר שני במימון ותואר ראשון בכלכלה, מוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) ומוסמך כאקטואר סיכוני אשראי (CRA) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל ומשמש כיו"ר ומנכ"ל הלשכה.



שווי פנימי

ראשון לציון, 10 באוגוסט 2017

אין בחוות דעתנו משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי עבודתנו זו ואין בהם כדי הבעת עמדה. המידע המופיע בעבודתנו אף אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי או כל גורם אחר. עבודתנו אינה מיועדת להעריך את שווי מכשיריה הפיננסיים של החברה למשקיע כזה או אחר, בין היתר, היות ולמשקיעים או גורמים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים, על בסיס הנחות והערכות אחרות. בהתאם, אומדן הערך הכלכלי אשר על בסיסו עשויים גורמים שונים לבצע פעולות כלכליות, עשוי להיות שונה.

אין לנו כל עניין אישי במניות החברה, חברות מוחזקות בה, בעלי מניותיהן וצדדים קשורים להם, כמוגדר בדין ובפסיקה ולא מתקיימת בנו כל זיקה כהגדרתה בסעיף 240 (ב) לחוק החברות, התשנ"ט 1999.

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, דירוג האשראי הסינטיבי הבינלאומי של החברה נאמד ליום 10 באוגוסט 2017 בין B- לבין CCC+, המקביל לדירוג אשראי סינטיבי של ilBB+ בסולם הדירוג הישראלי, שמשמעותו שהסתברות לכושר פירעון מלא בטווח של כ- 96.07% - 96.55% (בתוחלת כ- 96.31%).



תוכן העניינים

1.	כללי	4
2.	ניתוח דוחות כספיים	6
3.	בדיקת יחסים פיננסיים מקובלים	9
4.	ניתוח תזרימי מזומנים	12
5.	מתודולוגיה לדירוג אשראי	14
6.	הנחות עבודה ותוצאות הדירוג הסינטטי	17
7.	נספחים	19



פרק ראשון – כללי



1. כללי

טבע תעשיות פרמצבטיות בע"מ (להלן "החברה"), שבסיסה בישראל, הינה חברת תרופות גלובלית העוסקת בייצור תרופות גנריות, תרופות ייחודיות וממותגות ובייצור חומרי גלם פעילים לתעשייה הפרמצבטית.

התרופות הייחודיות והממותגות של טבע מתמקדות בתחומי מערכת העצבים המרכזית, האונקולוגיה, הכאב, הנשימה ובריאות האישה, כמו גם בתחום התרופות הביולוגיות.

בין המוצרים הייחודיים של טבע, קופקסון הוא המוצר המוביל בתחומו לטיפול במחלת הטרשת הנפוצה.



פרק שני – ניתוח דוחות כספיים



2. ניתוח דוחות כספיים

א. תמצית דוחות רווח והפסד

	2017 H1	2016 H1	2016	2015	
מיליוני \$					
הכנסות	11,316	9,848	21,903	19,652	
עלות המכירות	-5,676	-4,180	-10,044	-8,296	
רווח גולמי	5,640	5,668	11,859	11,356	
	49.8%	57.6%	54.1%	57.8%	
הוצאות מחקר ופיתוח	-943	-764	-2,111	-1,525	
הוצאות מכירה ושיווק	-1,931	-1,791	-3,860	-3,478	
הוצאות הנהלה וכלליות	-508	-615	-1,236	-1,239	
ירידות ערך, ארגון מחדש ואחרות	-659	-831	-699	-1,131	
הסדרים משפטיים והפסדים מותנים	-344	-141	-899	-631	
חיוב בגין ירידת ערך מוניטין	-6,100	0	-900	0	
רווח (הפסד) תפעולי	-4,845	1,526	2,154	3,352	
	-85.9%	26.9%	18.2%	29.5%	
הוצאות (הכנסות) מימון, נטו	-445	-403	-1,330	-1,000	
רווח (הפסד) לפני מס	-5,290	1,123	824	2,352	
	-46.7%	11.4%	3.8%	12.0%	
מסים על הכנסה	-32	-257	-521	-634	
חלק בהפסדי חברות מוחזקות	-7	-9	8	-121	
רווח נקי	-5,329	857	311	1,597	
	-47.1%	8.7%	1.4%	8.1%	

ב. תמצית המאזן

	30/06/2017	30/06/2016	31/12/2016	31/12/2015	
מיליוני \$					
נכסים שוטפים					
מזומנים, שווי מזומנים, השקעות	599	6,984	988	6,946	
לקוחות ומלאי	12,452	9,295	12,477	9,316	
נכסים שוטפים אחרים	1,544	2,065	3,496	2,136	
סה"כ נכסים שוטפים	14,595	18,344	16,961	18,398	
נכסים שאינם שוטפים					
מסים נדחים	773	0	725	250	
רכוש קבוע נכסים בלתי מוחשיים	29,707	16,237	29,560	14,219	
מוניטין	40,035	20,700	44,409	19,025	
נכסים שאינם שוטפים אחרים	1,245	2,639	1,235	2,341	
סה"כ נכסים שאינם שוטפים	71,760	39,576	75,929	35,835	
סה"כ נכסים	86,355	57,920	92,890	54,233	
התחייבויות שוטפות					
אגרות חוב, הלוואות ואשראי	1,246	2,882	3,276	1,585	
ספקים וזכאים אחרים	9843	10051	9,996	8,519	
התחייבויות שוטפות אחרות	4,368	1,478	5,247	2,901	
סה"כ התחייבויות שוטפות	15,457	14,411	18,519	13,005	
התחייבויות שאינן שוטפות					
אגרות חוב, הלוואות ואשראי	33,806	8,036	32,524	8,358	
התחייבויות שאינן שוטפות אחרות	7,484	3,450	6,854	2,943	
סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות	41,290	11,486	39,378	11,301	
הון עצמי					
סך הכל הון המיוחס לבעלים של החברה	27,994	30,150	33,337	29,769	
זכויות שאינן מקנות שליטה	1,614	1,873	1,656	158	
סה"כ הון עצמי	29,608	32,023	34,993	29,927	
סה"כ התחייבויות והון	86,355	57,920	92,890	54,233	



ההון העצמי של החברה ליום ה- 30.6.2017 הסתכם בכ- 29.6 מיליארד דולר. חשיבות ומרכזיות התשתיות בפעילות הקבוצה משתקפות בעלות ההשקעה ברכוש קבוע ובנכסים בלתי מוחשיים (לאחר פחת), אשר נכון ליום ה- 30.6.2017 הסתכמה בכ- 29.7 מיליארד דולר.

מיותר לציין שלחברה עודף נכסים על התחייבויות, ולכן במובן המאזני כבר ניתנת אינדיקציה חיובית ליכולת הפירעון.

חל קיטון בסך ההתחייבויות של החברה. עיקר הקיטון נבע מירידה בחוב הפיננסי לטווח קצר. החוב הפיננסי של החברה לבנקים ובעלי אגרות החוב ליום 30.6.2017 הסתכם בכ- 35.1 מיליארד דולר. כמו כן, לחברה יתרות מזומן ושווי מזומן בסך של כ- 34.5 מיליארד דולר, מה שמביא את יתרות החוב הפיננסי, נטו, לסך של 0.6 מיליארד דולר.



פרק שלישי – בדיקת יחסים פיננסיים מקובלים



3. בדיקת יחסים פיננסיים מקובלים

דרך אחת לבחינת איתנותה הפיננסית של החברה היא ע"י בחינת הפרמטרים הפיננסיים העיקריים שלה על פני זמן. מאחר וישנה שונות גבוהה בין מאפייני החברה על פני התקופות השונות, כגון: מבנה, אופי הפעילות והיקפי פעילות, אין משמעות רבה לערכים האבסולוטיים של הפרמטרים. לפיכך, מקובל לעשות שימוש ביחסים שבין פרמטרים פיננסיים שונים. לפיכך בחנו את מצבה של החברה הן בערכי היחסים כשלעצמם, והן בהשוואה ליחסים אלה בתקופות שונות, תוך התייחסות פרטנית והסתכלות כוללת על מכלול התכונות.

להלן היחסים הפיננסיים הרלוונטיים אשר עשינו בהם שימוש בעבודה זו לבחינת איתנותה הפיננסית של החברה וכושר הפירעון שלה:

– **שיעור רווח תפעולי (EBIT)** – שיעור הרווח התפעולי של החברה ביחס לסך ההכנסות. היחס מצביע על רווחיות הפעילות של החברה, ללא השפעות המינוף. ככל שיחס זה גבוה יותר כך עולה יכולתה של החברה לעמוד בזעזועים בביקוש בענף ובעלויות הפעילות תוך שמירה על רווחיות.

– **שיעור EBITDA** – שיעור הרווח התפעולי של החברה לפני פחת והפחתות ביחס לסך ההכנסות. היחס מצביע על רווחיות הפעילות של החברה, ללא השפעות המינוף והפחתות של השקעות הוניות אשר בוצעו עבר. גם כאן, ככל שיחס זה גבוה יותר כך עולה יכולתה של החברה לעמוד בזעזועים בביקוש בענף ובעלויות הפעילות תוך שמירה על רווחיות.

– **יחס שוטף** – היחס שבין הנכסים השוטפים לבין ההתחייבויות השוטפות של החברה. היחס מצביע על יכולתה של החברה לעמוד בהתחייבויותיה השוטפות. ככל שיחס זה גבוה יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר בטווח הקצר.

– **שיעור מינוף** – שיעור החוב, נטו (כולל: יתרות חוב לתאגידים הבנקאיים ולמחזיקי האגרות החוב הסחירות והבלתי סחירות, בניכוי מזומנים ושווי מזומנים) מסך ההון העצמי והזר של החברה. שיעור זה מצביע על שיעור הנכסים הממומנים בהון זר לעומת ההון העצמי.

– **שיעור חוב משווי פעילות (EV)** – הכולל את שווי החוב ושווי ההון. יחס זה מצביע על שיעור המינוף הכלכלי המשקף הן את שווי הנכסים הקיימים והן את פוטנציאל ההכנסות העתידיות המשתקף בשווי השוק של החברה. ככל שיחס זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

– **יחס חוב פיננסי לרווח תפעולי (EBIT)** – היחס שבין החוב, נטו (כמוגדר לעיל) לבין הרווח התפעולי של החברה. היחס מצביע על יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה ממקורות שוטפים. ככל שיחס זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

– **יחס חוב פיננסי ל- EBITDA בניכוי CAPEX** – היחס שבין החוב, נטו (כמוגדר לעיל) לבין הרווח התפעולי של החברה לפני פחת והפחתות בניכוי ההשקעה ברכוש קבוע ונכסים בלתי מוחשיים, נטו. היחס מצביע על יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה ממקורות שוטפים לאחר ביצוע השקעות הוניות. ככל שיחס זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

– **יחס חוב פיננסי לתזרים מזומנים חופשי (FCF)** – היחס שבין החוב, נטו (כמוגדר לעיל) לבין תזרים המזומנים החופשי של החברה. היחס מצביע על יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה מהפעילות השוטפת של החברה ולאחר ההשקעות ההוניות. ככל שיחס זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.



– **יחס חוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר (FFO) – היחס**

שבין החוב, נטו לבין תזרים המזומנים מפעילות בניכוי שינויים בהון חוזר. היחס מצביע על יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה ולממן השקעות הוניות מהתזרים מפעילות. ככל שיחס זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

– **כיסוי ריבית – היחס שבין הרווח התפעולי לבין הוצאות הריבית, נטו. היחס**

מצביע על יכולתה של החברה לשרת את הוצאות הריבית ממקורות שוטפים ברמת החוב הנוכחית.

להלן סיכום תוצאות ההשוואה שערכנו :

2017 H1 TTM	2016 H1 TTM	2016	2015	
-18.0%	17.7%	9.8%	17.1%	שיעור רווח תפעולי (EBIT)
21.7%	28.3%	24.3%	25.5%	שיעור EBITDA
0.94	1.27	0.92	1.41	יחס שוטף
53.8%	10.9%	49.9%	9.1%	שיעור מינוף
50.8%	7.1%	48.6%	4.3%	שיעור חוב משווי פעילות (EV)
-8.17	1.13	16.16	0.89	יחס חוב לרווח תפעולי (EBIT)
8.36	0.83	7.87	0.71	יחס חוב ל- EBITDA בניכוי CAPEX
10.94	0.92	8.05	0.63	יחס חוב לתזרים חופשי (FCF)
8.41	0.78	6.66	0.54	יחס חוב לתזרים מפעילות (FFO)
-3.07	2.96	1.62	3.35	כיסוי ריבית
BBB	BBB+	BBB	A-	דירוג Standard & Poor's
Baa2	Baa2	Baa2	Baa2	דירוג Moody's



פרק רביעי – ניתוח תזרימי מזומנים



4. ניתוח תזרים מזומנים

2017 H1	2016 H1	2016	2015	
מיליוני \$				
11,316	9,848	21,903	19,652	הכנסות
-16,161	-8,322	-19,749	-16,300	הוצאות (הכנסות) תפעוליות, נטו
7,316	1,200	3,169	1,669	פחת והפחתות
2,471	2,726	5,323	5,021	רווח תפעולי ללא פחת והפחתות (EBITDA)
21.8%	27.7%	24.3%	25.5%	
-1,228	-130	423	1,155	הון חוזר
-32	-257	-521	-634	הוצאות מס
1,211	2,339	5,225	5,542	תזרים מפעילות שוטפת (OCF)
-395	-347	-901	-772	השקעה הונית, נטו
816	1,992	4,324	4,770	תזרים מזומנים חופשי (FCF)
599	6,984	988	6,946	יתרת מזומנים לסוף תקופה
34,453	3,934	34,812	2,997	חוב, נטו לסוף תקופה



פרק חמישי – מתודולוגיה לדירוג אשראי



5. מתודולוגיה לדירוג אשראי

א. תהליך דירוג האשראי

דירוג איגרת החוב מהווה את אחד הפרמטרים המרכזיים לבחינת רמת הסיכון שבהשקעה באיגרות חוב. להלן נסביר את עקרונות הדירוג ומשמעות הדירוג וכן את הסיבות המנחות חברות לבחור ולדרג את אגרות החוב שלהן או לבחור שלא לדרג אותן.

אגרות חוב המונפקות ע"י חברות עסקיות באמצעות הנפקה לציבור מתחלקות לשתי קבוצות עיקריות: אגרות חוב המדורגות ע"י חברות הדירוג (חברת "מעלות" או חברת "מידרוג") ואגרות חוב שאינן מדורגות.

חברה העומדת לפני הנפקה של אגרות חוב לציבור יכולה לפנות ל"מעלות" או ל"מידרוג" כדי שחברת הדירוג תפרסם את דירוג החברה, וזאת תמורת תשלום כמובן. חברת הדירוג מבצעת את תהליך הדירוג בהתבסס על הדו"חות הפיננסיים של החברה, ויחסיה הפיננסיים מול ממוצעים במשק ו/או בתעשייה הרלבנטית, וכן בהסתמך על שיחות עם ההנהלה הבכירה בחברה, דו"חות ביקורת, פרוטוקולים של הדירקטוריון ועוד. כלומר, המידע הוא שילוב של מידע חשבונאי עם הערכות אסטרטגיות לגבי חוזק הענף בו פועלת החברה וחוזקה היחסי של החברה בענף, וכן עם הערכות על איכות הניהול של החברה ומידת השליטה של ההנהלה והמנכ"ל במתרחש בחברה. הדירוג נעשה באמצעות אותיות, כאשר חברה מדורגת מיוחסת לקבוצה מתאימה, והדירוג אמור לשקף את חוסנה הפיננסי של החברה ויכולתה להחזיר את חובותיה. כלומר, דירוג האשראי בא לשקף את סיכון האשראי הטמון בהשקעה באיגרות החוב של החברה.

דירוג AAA של "מעלות" (המבוסס על סטנדרט של חברת הדירוג האמריקאית Standard & poor's) ניתן לחברות בדירוג האשראי הגבוה ביותר. חברות אלה צפויות לשלם על חובן ריבית שהיא במרווח צר (0.2%-)

0.6%) מעל אגרות חוב ממשלתיות למשך זמן דומה. חברות בדירוג AA הן חברות בדירוג אשראי גבוה יחסית, אך נמוך מזה של AAA, ועל כן פרמיית הסיכון שתידרש מהן היא גבוהה יותר ויכולה להיות 0.8%-1.5% מעל לריבית האג"ח הממשלתית.

דרגות נוספות, נמוכות מ-AA, לפי סדר יורד הן: A, BBB, BB, B, CCC, CC, C ולבסוף דירוג D לחברה פושטת רגל. בנוסף, כדי להגדיל את סולם הדירוג, משתמשים במעלות בדרגות ביניים באמצעות סימני (+) ו (-) כך שחברה בדירוג AA+ טובה מחברה בדירוג AA הטובה מחברה בדירוג AA- מבחינת סיכון האשראי.

באופן כללי, כאמור, התשואה הנדרשת מאגרת החוב משקפת את סיכון האשראי הטמון בה. לפיכך, הדירוג מסייע למשקיעים להבחין בין החברות לפי הסיכון הכרוך בהשקעה בחוב החברה.

חברות הדירוג בודקות אחת לשנה את דירוג החברה, אלא אם חל שינוי משמעותי במהלך השנה במצבה העסקי של החברה. השינויים בדירוגים הם בדידים ובמקרים רבים מפגרים אחר תגובות שוק ההון המתבטאות בשינוי מחירי המניות של החברות בעלות האג"ח, וכן במחירי האג"ח.

חברה בוחרת לדרג את חובה במידה והיא מאמינה שתשיג דירוג אשראי גבוה, שיביא אותה לשלם ריבית נמוכה יחסית, אך אם חברת הדירוג תיתן לה דירוג נמוך, יש לחברה את האופציה שלא לפרסם את דו"ח הדירוג ולהעלים אותו מהציבור (אפשרות שקיימת רק בישראל).

לפיכך, ישנן מעט חברות בדירוגים הנמוכים מ-A- בבורסה בת"א, ומרבית החברות בדירוגים נמוכים הן אלו ש"זכו" להורדת דירוג כתוצאה משינוי בשיטת הערכת סיכוני האשראי של החברה.



חברה יכולה לבחור שלא להיות מדורגת (ידוע בשם: אג"ח לא מדורג) הן מרצונה לחסוך כסף מראש, או משיקול שחברת הדירוג תיתן לה בין כה וכה דירוג נמוך ויתכן ועדיף לשמור על עמימות המידע בשוק.

ב. דירוג אשראי סינטטי

בהיעדר דירוג אשראי עדכני מגופים מדרגים עשינו שימוש במודל פולניצר (2017) שהוא למעשה מודל ליניארי מפלה (Linear Discriminate Model) המסווג את החברה לקבוצות בעלות דירוגי אשראי שונים, על בסיס מאפיינים עסקיים בעבר. במודל פולניצר מבוסס בעיקרו על שיטות אקונומטריות/סטטיסטיות שונות לאמידת דירוג אשראי החברה וכפועל יוצא, להסתברות חדלות הפירעון וכושר החזר החוב שלה, באמצעות שילוב יחסים פיננסיים מדוחותיה הכספיים, במקדמי רגרסיות ליניאריות שונות. באמצעות דירוג האשראי הסינטטי המתקבל מהמודלים האמורים, אמדנו את ההסתברות לחדלות פירעון, על בסיס עקומי ריבית המצוטטים בשוק למועדי פירעון שונים.



פרק שישי – הנחות עבודה ותוצאות
הדירוג הסינטי



6. הנחות עבודה ותוצאות הדירוג הסינטי

א. הנחות עבודה במודל פולניצר

(1) מועד הדירוג

מועד הדירוג הינו יום 30 ביוני 2017 (להלן "מועד עבודתנו").

(2) יחס ההון החוזר לסך הנכסים

סך הנכסים השוטפים של החברה ליום 30.6.2017 הסתכמו בכ- 14.6 מיליארד דולר. כמו כן, לחברה התחייבויות שוטפות בסך של כ- 15.5 מיליארד דולר, מה שמביא את ההון החוזר של החברה לסך של -0.9 מיליארד דולר.

סך הנכסים של החברה ליום ה- 30.6.2017 הסתכמו בכ- 86.4 מיליארד דולר. לפיכך, יחס ההון החוזר לסך הנכסים של החברה ליום 30.6.2017 נאמד על ידינו בכ- -0.01.

(3) יחס יתרת העודפים לסך הנכסים

סך יתרת העודפים של החברה ליום 30.6.2017 הסתכמה בכ- 7.4 מיליארד דולר. כמו כן, לחברה סך נכסים של כ- 86.4 מיליארד דולר, מה שמביא את יחס יתרת העודפים לסך הנכסים לכ- 0.09.

(4) יחס הרווח התפעולי לסך הנכסים

הרווח התפעולי של החברה ליום 30.6.2017 הסתכם בכמינוס 4.2 מיליארד דולר. כמו כן, לחברה סך נכסים של כ- 86.4 מיליארד דולר, מה שמביא את יחס הרווח התפעולי לסך הנכסים לכ- -0.05.

(5) יחס ההון העצמי בספרים לסך התחייבויות החברה

סך כל ההון המיוחס לבעלים של החברה ליום ה- 30.6.2017 הסתכם בכ- 28.0 מיליארד דולר.

סך ההתחייבויות הלא שוטפות של החברה ליום 30.6.2017 הסתכמו בכ- 41.3 מיליארד דולר. כמו כן, לחברה התחייבויות בגין זכויות שאינן מקנות שליטה בסך של כ- 1.6 מיליארד דולר, מה שמביא את סך ההתחייבויות של החברה (כולל התחייבויות שוטפות) להסתכם בכ- 58.4 מיליארד דולר.

לפיכך, יחס ההון העצמי בספרים לסך התחייבויות החברה ליום 30.6.2017 נאמד על ידינו בכ- 0.48.

ב. תוצאות מודל פולניצר

לפי נתוני "שווי פנימי" נתוני החברה מתאימים לדירוג אשראי סינטי בינלאומי הנע בין B- לבין CCC+, המקביל לדירוג סינטי של ilBB+ בסולם הדירוג הישראלי, שמשמעותו שההסתברות לכושר פירעון מלא בטווח של כ- 96.07% - 96.55% (בתוחלת כ- 96.31%).

בשולי הדברים נעיר כי דירוג האשראי הבינלאומי הפומבי של החברה, אשר ניתן לה על ידי Moody's Investors Service Ltd ביום 3 באוגוסט 2017, עומד על Baa3 (המקביל לדירוג של BBB בסולם הדירוג של Standard & Poor's) ודירוג האשראי הבינלאומי הפומבי של החברה, אשר ניתן לה על ידי Standard & Poor's Financial Services LLC ביום 12 במרץ 2017, עומד על BBB.



פרק שביעי – נספחים



1. פרטים נוספים אודות המשרד המעריך: שווי פנימי

משרד הערכות השווי שווי פנימי מספק שירותי הערכות שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים למטרות מס, עסקאות, דוחות כספיים ולצרכים משפטיים ומתמחה בביצוע ניתוחים כמותיים במכשירים פיננסיים ובמדידת סיכונים לצורכי יישום הוראות רגולטוריות, תקינה חשבונאית, פיתוח, יישום ותיקוף מודלים בתחומי הניהול הסיכונים ובנושאים נוספים.

2. פרטים נוספים אודות האקטואר האחראי: מר רועי פולניצר

בעל תואר MBA במימון מאוניברסיטת בן גוריון ותואר BA מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון.

מוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי Corporate Finance Valuator – CFV מספר הסמכה 1002 על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל – Israel Association of Valuators and Financial Actuaries IAVFA. חבר הלשכה ומשמש כיו"ר ומנכ"ל הלשכה.

מוסמך כמעריך שווי מימון כמותי Quantitative Finance Valuator – QFV מספר הסמכה 1002 על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל – Israel Association of Valuators and Financial Actuaries IAVFA. חבר הלשכה ומשמש כיו"ר ומנכ"ל הלשכה.

מוסמך כמודליסט פיננסי וכלכלי – Financial and Economic Modelist FEM מספר הסמכה 1002 על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל – Israel Association of Valuators and Financial Actuaries IAVFA. חבר הלשכה ומשמש כיו"ר ומנכ"ל הלשכה.

מוסמך כאקטואר סיכוני שוק Market Risk Actuary – MRA מספר הסמכה 1002 על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים

בישראל – Israel Association of Valuators and Financial Actuaries IAVFA. חבר הלשכה ומשמש כיו"ר ומנכ"ל הלשכה.

מוסמך כאקטואר סיכוני אשראי Credit Risk Actuary – CRA מספר הסמכה 1002 על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל – Israel Association of Valuators and Financial Actuaries IAVFA. חבר הלשכה ומשמש כיו"ר ומנכ"ל הלשכה.

מוסמך כאקטואר סיכונים תפעוליים Operational Risk Actuary – ORA מספר הסמכה 1002 על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל – Israel Association of Valuators and Financial Actuaries IAVFA. חבר הלשכה ומשמש כיו"ר ומנכ"ל הלשכה.

מוסמך כאקטואר סיכוני השקעות Investment Risk Actuary – IRA מספר הסמכה 1002 על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל – Israel Association of Valuators and Financial Actuaries IAVFA. חבר הלשכה ומשמש כיו"ר ומנכ"ל הלשכה.

מוסמך כאקטואר סיכוני חיים Life Risk Actuary – LRA מספר הסמכה 1002 על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל – Israel Association of Valuators and Financial Actuaries IAVFA. חבר הלשכה ומשמש כיו"ר ומנכ"ל הלשכה.

מוסמך כאקטואר סיכונים פנסיוניים Pensions Risk Actuary – PRA מספר הסמכה 1002 על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל – Israel Association of Valuators and Financial Actuaries IAVFA. חבר הלשכה ומשמש כיו"ר ומנכ"ל הלשכה.



- ☐ Market Risk Measurement and Management.
- ☐ Credit Risk Measurement and Management.
- ☐ Operational and Integrated Risk Management.
- ☐ Risk Management and Investment Management.
- ☐ Current Issues in Financial Markets.

☐ יו"ר הוועדה לקביעת קווים מנחים עבור עובדי רשות המסים בישראל לביצוע, פיקוח וניהול הערכות שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים (עבור רשות המסים בישראל), 2016.

☐ מעבר בהצלחה של כל בחינות הרשות לניירות ערך בישראל לרישיון מנהל תיקים.

☐ מרצה במט"י חיפה בתחומי הערכות השווי, יו"ר פורום הפרקטיקנים של לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) ואחראי על כתיבת הסטנדרטים המקצועיים וגילויי הדעת של הלשכה.

☐ נמנה על מאגר יועצי רשות המיסים בישראל בתחומים הבאים: הערכות שווי נכסים בלתי מוחשיים בעסקאות מקרקעין והערכת שווי בנושא שינוי מבנה עסקי ומחירי העברה (Transfer Prices).

☐ נמנה על רשימת "המומחים הכלכליים" ("עד כלכלי מומחה") של בתי המשפט השונים בישראל בתחומי הערכות שווי והאקטואריה.

☐ לשעבר מרצה בקורסים בתחום נגזרות וניהול סיכונים בפקולטה לניהול במכללה האקדמית אחוה, מרצה בקורסים בתחום ניתוח דוחות כספיים והערכות שווי בבית הספר לכלכלה במכללה האקדמית אשקלון, מרצה בקורסים בתחומי מימון הפירמה ובנקאות במוסדות אקדמיים שונים, עוזר מחקר בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית (לרבות פרסום מחקרים אמפיריים כמאמרים אקדמיים בכתבי עת מקצועיים) של המלומד ה"ה ד"ר שילה ליפשיץ ז"ל, מייסד וראש תחום הערכות שווי במשרד רואי החשבון

☐ מוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים Financial Risk Manager – FRM על ידי האיגוד העולמי למומחי סיכונים Global Association of Risk – GARP Professionals.

☐ מוסמך כמומחה לניהול סיכונים Certified Risk Manager – CRM על ידי האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים Israeli Association of Risk – IARM Managers

☐ Sustaining Member in the Professional Risk Managers' International Association.

☐ בוגר קורסים מתקדמים בנושא Subject CT1 – Financial Mathematics,

Subject CT2 – Finance and Financial Reporting, Subject CT3 – Probability and Mathematical Statistics, Subject CT7 – Business Economics and Subject CT8 – Financial Economics במסגרת לימודי

תעודה באקטואריה, אוניברסיטת חיפה.

☐ בוגר קורסים מתקדמים בנושא Mathematical Methods in Economics A,

Mathematical Methods in Economics B, Options and Future Contracts, Advanced Portfolio Selection and Fixed Income במסגרת לימודים לתואר MA בכלכלה, אוניברסיטת בן גוריון.

☐ בוגר השתלמויות מקצועיות מתקדמות של הסניף האקדמי של GARP ישראל, בתחומים הבאים:

- ☐ Foundations of Risk Management.
- ☐ Quantitative Analysis.
- ☐ Financial Markets and Products.
- ☐ Valuation and Risk Models.



רווח, רביד ושות', מנהל סיכונים, מייסד וראש תחום שווי הוגן בחברת עגן יעוץ אקטוארי, פיננסי ועסקי בע"מ ומנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון.

□ בעשור האחרון, מר פולניצר ייעץ למשרדי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וחברות ציבוריות ופרטיות, חיווה את דעתו המקצועית במאות הערכות שווי של חברות שונות, ייחוס עודפי עלות, ייעוץ כלכלי ומידול פיננסי בעסקאות של מיליארדי שקלים חדשים.

###

