



**הערכת שווייה הכלכלי של אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ לצורך בחינת מתווה העסקה  
לרכישת השליטה באי.די.בי חברה לאחזקות בע"מ, על ידי אמבלייז בע"מ ושותפים,  
במסגרת הסדר נושים, ליום 15 בספטמבר 2013**

מוגש למשרד סוראיה ושות', רואי חשבון

ספטמבר 2013

שווי פנימי

רח' ברניצקי 5, ראשל"צ, ישראל.

משרד : 077.507.0590

פקס : 153.77.507.0590

[www.intrinsicvalue.co.il](http://www.intrinsicvalue.co.il)

Intrinsic Value

5 Brantitzky St., Rishon LeZion, Israel.

Office: +972.77.507.0590

Fax: +972.153.77.507.0590

Web site: [www.intrinsicvalue.co.il](http://www.intrinsicvalue.co.il)

**הנדון: הערכת שווייה הכלכלי של אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ לצורך בחינת מתווה העסקה לרכישת השליטה באי.די.בי חברה לאחזקות בע"מ, על ידי אמבלייז בע"מ ושותפים, במסגרת הסדר נושים, ליום 15 בספטמבר 2013**

נתבקשנו על ידי משרד רואי החשבון סוראיה ושות' (להלן "מזמין העבודה"), להעריך את שווייה הכלכלי של אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ (להלן: "אי.די.בי פתוח" או "IDBD") לצורך בחינת מתווה העסקה לרכישת השליטה באי.די.בי חברה לאחזקות בע"מ (להלן: "אי.די.בי אחזקות" או "IDBH") על ידי אמבלייז בע"מ ושותפים, במסגרת הסדר נושים, ליום 15 בספטמבר 2013 (להלן "מועד העבודה"), על בסיס הנחות מסוימות הכלולות בגוף עבודתנו (להלן "עבודתנו" ו/או "הערכת השווי" ו/או "חוות דעתנו"). הערכת שווי זו מיועדת למזמין העבודה ולמטרה זו בלבד. צד ג' כלשהו לא יוכל לעשות בה כל שימוש או להסתמך עליה לכל מטרה שהיא ללא אישורנו המפורש מראש ובכתב.

הרינו ליתן בזאת את הסכמתנו למזמינת העבודה לצרף או לכלול בדרך של הפניה את הערכת השווי, הנושאת את התאריך 29 בספטמבר 2013, ביחס להערכת שווי מתווה עסקה לרכישת השליטה באי.די.בי חברה לאחזקות בע"מ ליום 15 בספטמבר 2013, אשר בוצעה על-ידינו ונמסרה לכם.

לצורך עבודתנו הסתמכנו על טיוטת דוחות כספיים של אי.די.בי החזקות, לרבות חברות מוחזקות לשנת 2012 וליום 30 ביוני 2013, עבודות כלכליות שבוצעו לאי.די.בי פיתוח בשנה וחצי האחרונות, לרבות חוות דעת כלכליות של פרופ' ברנע מחודש יוני 2013, מידע ניהולי פנימי שהתקבל ממזמין העבודה וכן על מידע פומבי, הכולל חומר רקע כללי על החברות ועל הענפים. כמו כן, הסתמכנו על נתונים כספיים, הבהרות, נתונים והערכות אשר הועברו אלינו

על ידי מזמין העבודה לפי בקשתנו. לצורך גיבו חוות דעתנו, התבססנו על נתונים אשר סופקו לנו על ידי מזמין העבודה אשר ניתנו לנו על בסיס מיטב ידיעתו וניסיונו. חלק ממידע זה הינו הערכות, השערות וציפיות בלתי ודאיות לגבי העתיד, המבוססות בחלקן על מידע קיים אצל מזמין העבודה למועד העבודה וכן על הנחות וציפיות שונות הנוגעות הן לחברות והן לגורמים חיצוניים רבים, כגון מצב פלחי השוק בו פועלת אי.די.בי החזקות, מתחרים פוטנציאליים, מצב המשק והכלכלה בכללותה.

אין כל ודאות כי הערכות, השערות וציפיות אלו יתמששו, באופן מלא או חלקי. בנוסף להיותן מבוססות על ההנחות האמורות לעיל, מתייחסות ההערכות לכוונות ומטרות עתידיות של החברה נכון למועד העבודה. כוונות ומטרות אלו מושפעות באופן מהותי ממצב אי.די.בי החזקות וממצב השוק, ומותאמות באופן שוטף לשינויים השונים בהנחות העבודה, במצבה של אי.די.בי החזקות ובמצב הכלכלי הכללי. כל שינוי כאמור, סביר שישפיע על הסיכוי במימוש הערכות אלה, ואם ההערכות לא תתמשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מהתוצאות המוערכות או המשתמעות מהערכות אלו, ככל שנעשה בהן שימוש בעבודתנו.

בעבודתנו התייחסנו כאמור גם למידע צופה פני עתיד שנמסר לנו על ידי מזמין העבודה. מידע צופה פני עתיד הינו מידע בלתי ודאי לגבי העתיד, המבוסס על מידע קיים אצל מזמין העבודה למועד העבודה וכולל הערכה של מזמין העבודה בדבר אי.די.בי החזקות וכוונותיה, נכון למועד העבודה. אם הערכות אלה לא תתמשנה ואין כל ודאות כי תתמשנה, התוצאות בפועל עשויות להיות שונות באופן מהותי מוערכות או המשתמעות ממידע זה, ככל שנעשה בו שימוש בעבודתנו.



יודגש כי שינויים במשתנים העיקריים, בהנחות היסוד ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות עבודתנו ובהתאם את מסקנותינו. לפיכך, אין לראות בעבודתנו משום אימות כלשהוא לנוכחותם, לשלמותם או לדיוקם של נתונים חזויים אלה, אלא הערכה כלכלית אינדיקטיבית המבוססת על מודלים כלכליים, הנחות עבודה והערכות עתידיות, כמפורט להלן ובגוף העבודה. כמו כן, הננו שומרים לעצמנו את הזכות לשוב ולעדכן את עבודתנו בהתאם לנתונים או נסיבות שונות העשויות להתרחש ו/או אשר לא היו ידועות לנו. חוות דעתנו המצורפת להלן, כוללת את תיאור המתודולוגיה אשר שימשה לעבודתנו. התיאור הכלול בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם. לסייגים נוספים, אנו מפנים את תשומת הלב לגוף העבודה. בעבודתנו השתמשנו בכלי חישוב ממוחשבים ולפיכך, ייתכנו הפרשים לא מהותיים בהצגת החישובים כתוצאה מהפרשי עיגול.

אין בעבודתנו משום המלצה או הבעת דעה אודות ביצוע פעולה כלשהיא או הימנעות ממנה, לרבות המלצת השקעה, מכירה, דיספוזיציה או כל פעולה אחרת. בשל אי הוודאות העסקית הכרוכה בניסיון להעריך את שווי פעילות החברה וריבוי הפרמטרים האקסוגניים והאנדוגניים לחברה כאחד, העשויים להשפיע על תוצאות הפעילות בעתיד ושוויים של נכסיה, נטו בפועל, אין כל ערובה או בטחון כי תוצאות המודלים וההערכות אותם נקטנו בעבודתנו יתקיימו בפועל ומטרתם לשקף את הידע הקיים בידנו, ככל שידוע לנו, למועד העבודה. עוד נציין כי הערכה כלכלית זו אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים לנו ותוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע קיים בידנו והינה רלוונטית למועדה בלבד.

אין בחוות דעתנו משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים, נתונים ומידע, שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי עבודתנו זו ואין בו כדי הבעת עמדה משפטית. המידע המופיע בעבודתנו אף אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי או כל גורם אחר בהקשר לנשוא עבודתנו. עבודתנו אינה מיועדת לאחר ממזמין העבודה, בין היתר, היות ולמשקיעים או גורמים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים, לרבות סינרגיה וכן שיטות הערכה, על בסיס הנחות, תחזיות ו/או הערכות אחרות. בהתאם, אמדן הערך הכלכלי אשר על בסיסו עשויים גורמים שונים לבצע פעולות כלכליות, עשוי להיות שונה.

אין לנו כל עניין אישי במניות בחברה, בעלי מניותיהן וצדדים קשורים להם, כמוגדר בדין ובפסיקה ולא מתקיימת בנו כל זיקה כהגדרתה בסעיף 240(ב) לחוק החברות, התשנ"ט - 1999. נציין כי מעת לעת ביצענו עבודות כלכליות עבור מזמין העבודה. כל העבודות הללו אינן מהותיות ביחס להיקף פעילותנו (הן באופן בדיד והן במצטבר). עוד נציין כי לא נקבעו כל התניות לקבלת שכר טרחתנו, לרבות בקשר עם תוצאות עבודתנו וכי סכום שכר טרחתנו אינו מהותי ביחס להיקף פעילותנו ואין בו כדי לפגום לדעתנו בשיקול דעתנו הבלתי תלוי, המקצועי והעצמאי.

במהלך ולצורך השירותים אשר סיפקנו ואשר נספק למזמין העבודה, קיבלנו (ונקבל בעתיד) מידע, נתונים, מסמכים, הערכות והסברים, בין בכתב ובין בעל פה ובכל מדיה שהיא, שנמסרו ושיימסרו לנו על ידי מזמין העבודה ו/או על ידי עובדי מזמינת העבודה ו/או על ידי יועצים מטעם מזמינת העבודה ו/או על ידי מי מטעמם של גורמים אלה (להלן: "המידע").

ידוע למזמין העבודה כי לצורך מתן השירותים אשר יינתנו למזמינת העבודה על ידנו, בכוונתנו להיעזר במידע ואף להסתמך עליו.

מסגרת עבודתנו אינה כוללת ולא תכלול בדיקה ו/או אימות ו/או פעולות ביקורת כלשהן ו/או בדיקת נאותות כלשהי בקשר עם המידע. בהתאם לכך, עבודתנו לא תחשב ולא תהווה בשום אופן אישור או אינדיקציה כלשהם לנוכחותו, שלמותו או דיוקו של המידע.

האחריות המלאה והבלעדית לתוכנו של המידע, היקפו, שלמותו, דיוקו וכן לכל עניין אחר הקשור במידע, ככל שהוא נוגע למזמין העבודה, תוטל על מזמין העבודה, ביחד ולחוד עם כל גורם שסיפק ואשר יספק לנו את המידע (במידה והמידע סופק או יסופק שלא על ידי מזמין העבודה עצמו) ועליהם בלבד.

אנו נהיה פטורים ולא נישא באחריות כלשהי, בשום מקרה, לכל נזק, הפסד, הוצאה, עלות וכיוצא באלו, מכל מין וסוג שהוא, ישירים או עקיפים, שיגרמו למזמין העבודה ו/או למי מטעמו ו/או לצד שלישי כלשהו, כתוצאה מכל דבר ועניין הקשור במידע, למעט נזק, הפסד, הוצאה או עלות הנובעים ממעשה ו/או מחדל אשר בוצעו על ידנו שלא במהלך ולצורך השירותים שסיפקנו ושנספק למזמין העבודה.

בנוסף לכך, אנו נהיה פטורים ולא נישא באחריות כלשהי, בשום מקרה, לכל נזק הפסד, הוצאה, עלות וכיוצא באלו, מכל מין וסוג שהם, ישירים או עקיפים, שיגרמו למזמין העבודה ו/או למי מטעמו ו/או לצד שלישי כלשהו, עקב מעשה ו/או מחדל הקשורים במישרין ו/או בעקיפין לשירותים שנספק למזמין העבודה, והכול באם יתברר, כי המעשה ו/או המחדל האמורים הם תוצאה הנובעת ממידע לא מדויק ו/או לא מלא ו/או שלא נמסר לנו על ידי מזמינת העבודה ואשר הביאו להערכת שווי לא נכונה.

בכל מקרה בו תופנה אלינו דרישה או תוגש נגדנו תביעה על ידי צד ג', מכל מין וסוג שהוא, בגין כל עניין כאמור לעיל, מזמין העבודה יפצה או ישפה אותנו, לפי העניין, בגין סכומים שנחויב לשלם במסגרת פסק דין שלא עוכב ביצועו, כאמור לעיל. בנוסף לכך, מזמין העבודה יפצה או ישפה אותנו, לפי העניין, בגין כל הוצאותינו הסבירות לצורך ההתגוננות מפני כל דרישה או תביעה כאמור, לרבות בגין שכר טרחת עורכי דין וזאת במידה ומזמין העבודה לא קיבל על עצמו את הגנתו כאמור להלן. אנחנו נודיע למזמין העבודה על כל דרישה או תביעה כאמור, בסמוך לאחר קבלתה אצלנו.

בכל מקרה של דרישה או תביעה כאמור, יהיה מזמין העבודה זכאי, לפי שיקול דעתו, לקחת על עצמו את הטיפול בהתגוננות ו/או למסור את הטיפול האמור לכל עורך דין שמזמין העבודה יבחר לצורך זה (פרט לעורך דין שלא יהיה מקובל עלינו מסיבות סבירות). אנחנו נשתף פעולה - באופן סביר - עם עורך הדין הממונה ובלבד שמזמין העבודה יכסה ויממן כל הוצאה שתהיה כרוכה בכך, באופן שלא נידרש לשלם או לממן כל הוצאה כאמור ו/או חלק ממנה. אם התנגדנו לייצוגנו על-ידי עורך הדין הממונה מטעמים סבירים, אנו נהיה רשאים למסור את הטיפול בהתגוננות כאמור לעורך הדין שנבחר, ומזמין העבודה ישפה אותנו בגין שכר הטרחה לעורך הדין האחר, ובלבד שזהות עורך הדין והסדר שכר הטרחה עמו יהיו כפופים לאישור מזמין העבודה, אשר לא יסרב אלא מסיבות סבירות. לא אושר מלוא סכום שכר הטרחה המבוקש והחלטתנו שלא לוותר על שירותיו של עורך הדין שבחרנו, נהיה זכאים לקבל ממזמין העבודה את סכום שכר הטרחה שאושר לו, והיתר ישולם על ידנו ועל חשבוננו.

מזמין העבודה לא יהיה חייב לשפותנו על-פי הוראות כתב זה בגין כל סכום שישולם על ידנו על-פי תנאי הסדר פשרה או בוררות בהליך משפטי אשר בחרנו לנהל בעצמנו, אלא אם כן מזמין העבודה הסכים מראש ובכתב לאותה פשרה או לקיום אותה בוררות, לפי העניין.

התחייבות השיפוי והפטור מאחריות על-פי כתב זה לא תחול בקשר למעשים ו/או מחדלים שלנו, שיעשו בזדון. מבלי לגרוע מן האמור במסמך זה לעיל, אחריותנו כלפי מזמינת העבודה, ככל שהינה נובעת ממתן השירותים, לא תעלה בשום מקרה על סכום התמורה שתשולם לנו בפועל בגין מתן השירותים ובלבד שלא פעלנו בזדון.

מוסכם בזאת כי הוראות השיפוי והפטור וכל הוראה אחרת במסמך זה המתייחסת לשווי פנימי, תחול באותה מידה בדיוק גם על כל עובד, נושא משרה, דירקטור, בעל עניין, תאגיד קשור וכן על כל שלוח של שווי פנימי וכן על מי מטעמם של כל אלה.

התחייבויות מזמין העבודה כלפינו, כאמור במסמך זה, תיכנסנה לתוקף במועד החתימה על המסמך והן תעמודנה בתוקף ללא הגבלת זמן ובלבד שהפעולות בגינן ניתנת התחייבות לשיפוי ופטור מאחריות נעשו במסגרת ולצורך השירותים שסיפקנו ושנספק למזמין העבודה וזאת ללא תלות במועד הגילוי של האירוע בגינו הננו זכאים לשיפוי ופטור מאחריות לפי כתב זה.

**להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת אי.די.בי פיתוח בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 1,067-901 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 981 מיליון שקלים חדשים). ושווי הונה העצמי של חברת אי.די.בי אחזקות בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 191-132 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 159 מיליון שקלים חדשים).**

**להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי חלק אימבליזו ב- NEWCO נאמד ליום 15 בספטמבר 2013, בטווח של כ- 657-610 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת כ- 633 מיליון שקלים חדשים).**

### פרטי המשרד המעריך: שווי פנימי

משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי הינו משרד פרטי המתמחה בביצוע הערכות שווי בלתי תלויות ועבודות ייעוץ כלכלי לחברות, למשרדי רואי חשבון ולמשרדי ייעוץ כלכלי. לפרטים נוספים, ראו נספח לעבודתנו.

### פרטי השכלתו וניסיונו של האחראי מטעם מעריך השווי: מר רועי פולניצר

בעלים של משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי. בעל תואר MBA (בהצטיינות) במנהל עסקים עם התמחות במימון, תואר BA (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון, מוסמך כמומחה לניהול סיכונים פיננסיים (FRM) על ידי האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) ומוסמך כמומחה לניהול סיכונים (CRM) על ידי האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM). מר פולניצר בעל ניסיון אינטנסיבי של כעשור שנים בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי, הכולל ביצוע, פיקוח וניהול של אלפי הערכות שווי ועבודות יעוץ כלכליות למאות חברות ציבוריות ופרטיות רבות בארץ. לפרטים נוספים, ראו נספח לעבודתנו.

להלן פרטי עבודתנו,

בכבוד רב,

שווי פנימי

ראשון לציון, 29 בספטמבר 2013

שווי פנימי  
מעריכי שווי בלתי תלויים  
ע.מ. 031113236

תוכן העניינים

6.....	1. כללי.....
10.....	2. מתודולוגיה.....
14.....	3. כימות שווי שליטה.....
17.....	4. הערכת שווי סלקום.....
27.....	5. הערכת שווי שופרסל.....
37.....	6. הערכת שווי כור.....
45.....	7. הערכת שווי נכסים ובנין.....
52.....	8. הערכת שווי גיוון אימג'ינג.....
59.....	9. הערכת שווי אלרון.....
65.....	10. הערכת שווי דסק"ש.....
76.....	11. הערכת שווי כלל ביטוח.....
83.....	12. הערכת שווי אי.די.בי פיתוח.....
92.....	13. הערכת שווי אי.די.בי אחזקות.....
100.....	14. הקצאת שווי השקעת אמבלייז ב- NEWCO.....
107.....	נספח – פרטים נוספים אודות מעריך השווי.....

---

פרק ראשון – כללי

להלן תרשים ההחזקות העיקריות של אי.די.בי פתוח נכון ליום 15 בספטמבר 2013:



להלן תרשים ההחזקות העיקריות של דיסקונט השקעות נכון ליום 15 בספטמבר 2013:



**תמצית מתווה עסקת רכישת השליטה (ב)**

בחדש יולי 2013 הגישה קבוצת אמבלייז וקבוצת נץ (להלן: "אמבלייז ושות'") הצעה לרכישת השליטה באי.די.בי החזקות, במסגרת מתווה הסדר חוב לאי.די.בי החזקות (להלן: "העסקה"). המתווה טרם גובש סופית ועשויים לחול בו שינויים.

להלן עקרונות מתווה העסקה:

(I) אמבלייז תרכוש, באמצעות חברה בת שתוחזק בשיעור של 70.3% על ידי אמבלייז ו- 29.7% ע"י מר נוחי דנקנר ("דנקנר"), כ- 76.5% מאי.די.בי החזקות, במצב דברים בו אין לה התחייבויות (לאחר הסדר חוב) והנכס היחידי שלה הינו החזקה בכ- 48.5% מהון המניות של אי.די.בי פיתוח. יתרת המניות באי.די.בי החזקות תוחזק על ידי בעלי המניות הקיימים (15%) והיתרה (8.5%) על ידי שותפים של אמבלייז לעסקה. אמבלייז והשותפים לעסקה ישקיעו סך של 826 מיליוני ש"ח, כל אחד לפי חלקו, באי.די.בי החזקות. עיקרי ההשקעה של אמבלייז והשותפים (סך של 826 מיליוני ש"ח)

**תיאור קבוצת אי.די.בי ופעילותה (א)**

אי.די.בי פיתוח התאגדה בשנת 1981 לפי חוקי מדינת ישראל. באותה הוצעה לראשונה ניירות ערך של אי.די.בי פיתוח לציבור, ובמהלך השנים ביצעה אי.די.בי פיתוח הנפקות נוספות של ניירות ערך שלה לציבור בבורסה. ניירות ערך של אי.די.בי פיתוח רשומים למסחר בבורסה.

אי.די.בי פיתוח הינה חברת אחזקות מהגדולות בישראל המשקיעה, בעצמה ובאמצעות חברות בת וחברות מוחזקות שלה, בחברות הפועלות בעיקר בענפי התקשורת, הנדלין, מסחר ושירותים, הפיננסים והאגרו כימיה. אי.די.בי פיתוח משקיעה בדרך כלל בחברות באופן המקנה לה השפעה על הנחייתן וניהולן. אי.די.בי פיתוח פועלת לאיתור השקעות בעלות תשואה פוטנציאלית הולמת, ובמקביל שואפת לקדם ולהשיא את ערכן של ההשקעות הקיימות עד מכירתן במקרים המתאימים.

אי.די.בי פיתוח הינה חברה בת בבעלות מלאה של אי.די.בי החזקות, שניירות הערך שלה נסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב. לאי.די.בי החזקות אין השקעות מהותיות מלבד החזקה באי.די.בי פתוח.

הדוחות הכספיים של אי.די.בי החזקות לרבעון השני של שנת 2013 כוללים הפניית תשומת לב באשר לקיומם של ספקות משמעותיים בדבר המשך קיומן כעסק חי. הדוחות הכספיים של אי.די.בי פיתוח לרבעון השני של שנת 2013 כוללים הפנית תשומת לב באשר למצה הכספית של אי.די.בי פיתוח.

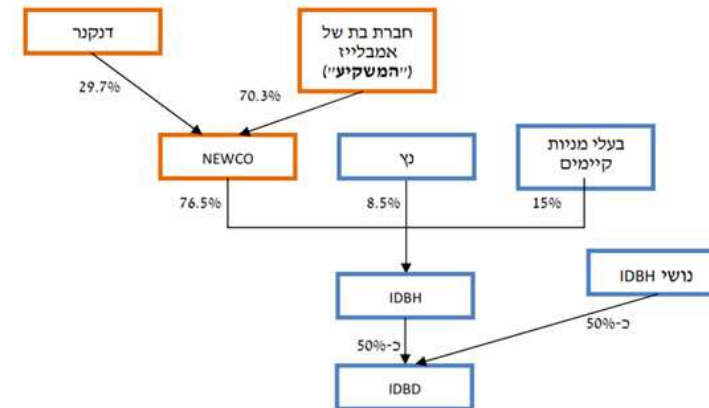
בימים אלה אי.די.בי החזקות מגבשת מתווה הסדר חוב.





יועברו לאי.די.בי פיתוח (בעבודה זו הנחנו כי יועבר ל- IDBD 770 מיליוני ש"ח והיתרה לנושי IDBH).

להלן מבנה ההחזקות לאחר העסקה:



(II) לדנקר ינתנו זכויות הגנה ב-NEWCO, לרבות ביחס לאישור עסקאות בעלי שליטה, מיזוג, הקצאת מניות וכדומה.

(III) במועד ההשלמה תעמיד אמבלייז ל-NEWCO הלוואת בעלים בסך של 500 מיליוני ש"ח. יתרת סכום ההשקעה, בסך של 243 מיליון ש"ח, תמומן באמצעות הלוואה מתאגיד בנקאי (בערבות של אמבלייז במידת הצורך), ככל שיתאפשר, או באמצעות הלוואה נוספת של אמבלייז ל-NEWCO. לסכום הלוואת הבעלים ל-NEWCO יתווספו עלויות עסקה. הלוואת הבעלים תישא ריבית שנתית של 3.6% ותעמוד לפירעון, קרן וריבית, בתום 7 שנים ממועד ההשלמה. ההלוואה לא תעמוד לפירעון מוקדם, אלא בהסכמת דנקר. כמו כן, דנקר יהא רשאי להאריך את תקופת ההלוואה ב- 5 שנים נוספות. מניות IDBH שתחזיק NEWCO יישמשו כבטחון להלוואת הבעלים.

(IV) ככל שיהיה ל-NEWCO תזרים פנוי מדיבידנד או מכירה, הוא ישמש בחלקו להחזר ההלוואה.

(V) לשני משקיעים (יצחק דנקר ומשקיע נוסף) תינתן האופציה להצטרף (to tag-along) לאמבלייז ושות' בעסקה ונקבע כי מעמדם יהיה דומה לנץ. ליצחק דנקר תינתן האופציה לרכוש 8.5% מהזכויות ב- IDBH (כ- 10% מזכויות אמבלייז ושות') תמורת כ- 82.6 מיליוני ש"ח. לצד שלישי תינתן אופציה דומה להשתתף בעסקה. כמפורט להלן בתחשיב שווי העסקה לא נכללה זכות זו של המשקיעים הואיל וטרם סוכמו תנאי ההשקעה באופן מלא.

(VI) אמבלייז תשקיע בקבוצת נץ סך של 36 מיליוני ש"ח, אשר ישמשו את נץ במימון חלקה בעסקה, בתמורה לביצוע הקצאה פרטית של מניות קבוצת נץ. המחיר בהנפקה ייקבע בהתאם להון העצמי למניה רגילה של נץ, בהתבסס לדוחות הכספיים. חברת נץ הינה חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

(VII) אופציות מכר לשותפים:

**1) דנקר- אופציית מכר (PUT),** בידי דנקר על החזקותיו במניות NEWCO, הניתנת למימוש בכל עת, עד למועד פקיעתה, בכפוף למחיר מימוש משתנה, אשר ייקבע כמוצע של שתי הערכות שווי שונות שיוזמנו על ידי הצדדים, עובר למועד המימוש.

**2) קבוצת נץ- אופציית מכר (PUT)** בידי נץ על החזקותיה במניות IDBH, לפי שווי נכס בסיס השווה לסך תמורת ההשקעה (82.6 מיליוני ש"ח) בניכוי החלק שמומן באמצעות הנפקת מניות לאמבלייז (36 מיליוני ש"ח). למחיר המימוש יתווסף 8.25% לשנה. האופציה ניתנת למימוש החל מתום 3 שנים ממועד ההשלמה ועד לתום 6 שנים ממועד ההשלמה. מחיר המימוש מותאם לחלוקת דיבידנד אפשרית.

**3) משקיע נוסף- אופציית מכר (PUT)** בידי משקיע נוסף על החזקותיה במניות IDBH, לפי שווי נכס בסיס השווה לסך תמורת ההשקעה (82.6 מיליוני ש"ח) בתוספת פריים + 3.25% לשנה. נמסר לנו כי האופציה ניתנת למימוש בדומה לתנאי האופציה של נץ האופציה ניתנת למימוש

---

החל מתום 3 שנים ממועד ההשלמה ועד לתום 6 שנים ממועד ההשלמה.  
מחיר המימוש מותאם לחלוקת דיבידנד אפשרית.

---

## פרק שני – מתודולוגיה

## 2. מתודולוגיה

### (א) שווי הוגן

המושג "שווי הוגן" לקוח מעולם התוכן החשבונאי. "שווי הוגן" (Fair Value) מוגדר כשווי שבו נכס יימכר בעסקה שבין מוכר מרצון וקונה מרצון, כאשר אף צד אינו פועל תחת מגבלה או לחץ, כששני הצדדים פועלים באופן רציונאלי, מכירים באופן סביר את כל העובדות והנסיבות הרלוונטיות וכל צד מבקש להשיא את תועלתו הכלכלית. שווי זה נקבע על ידי שימוש באחת משלוש גישות מרכזיות: גישת ההכנסות/הרווח, גישת העלות וגישת השוק. התיאוריה הכלכלית הקלאסית גורסת, כי שווי הוגן נקבע בשווקים משוכללים בהם האינפורמציה מלאה ועל בסיס עסקה בתהליך של "ממוכר מרצון לקונה מרצון" (At arm's length).

### (ב) גישות להערכת שווי נכסים

ככלל, קיימות מספר רב של גישות להערכת שווי נכס. מטבע הדברים, לכל גישה יתרונות וחסרונות ויש לנקוט בה בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומטרתה. להלן שלוש הגישות הכלכליות להערכת שווי נכסים:

#### (1) גישת ההכנסות

גישה זו נפוצה מאד ונחשבת כמבוססת ביותר, הן מבחינה כלכלית – תיאורטית והן מבחינה מימונית – פרקטית. גישה זו מנתחת ומודדת את התוחלת המהוונת של התמורה הכלכלית התזרימית העתידית (DCF) הצפויה לנבוע מהנכס המוערך. זרמי מזומנים חזויים אלה מהווים למועד ההערכה על פי שיעור היוון המותאם, בין היתר, למידת הסיכון הגלומה בתחזיות על פני משך אופק ההיוון. בהערכת שווי על בסיס גישה זו נהוג להשתמש בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows), הנגזרת מהגישה הכלכלית האמורה.

## (2) גישת השוק

גישה זו אומדת את שווי של נכס, ביחס לנכס "דומה" במאפייניו וביישומו, על בסיס ניתוח עסקות דומות ככל שניתן בין קונה מרצון ו- "מוכר מרצון", בתחומים קרובים ככל שניתן לנכס המוערך. אין הכוונה בהכרח לנכס דומה מבחינה טכנולוגית או שיווקית, כי אם לנכס אשר האפליקציות המסחריות האפשריות הנגזרות ממנו דומות או פונות לשווקים דומים. לעיתים, גם לאחר מחקר מקיף, מידע כזה חסר או אינו מדויק דיו. כתוצאה מכך גישה זו אינה ישימה לעיתים קרובות ועשויה לשמש לרוב כאמת מידה כללית והשוואתית (Benchmark) בלבד לתוצאות ההערכה בשיטות אחרות. בהערכת שווי על בסיס גישה זו נהוג להשתמש בשיטה המכפיל, הנגזרת מהגישה הכלכלית האמורה.

## (3) גישת העלות

גישה זו מודדת את שווי של הנכס על בסיס עלות ייצורו או על בסיס "עלויות השחלוף" שלו עד למועד ההערכה. בגישה זו מודדים את עלויות פיתוח הנכס, תוך התייחסות לעלויות אותן הייתה מוציאה "חברה נורמטיבית" בפיתוח האמור, לו התחילה מבראשית. גישה זו מבוססת על עקרון כלכלי המניח כי משקיע רציונאלי לא ישלם על נכס יותר מהעלות (לרוב - ההיפותטיט) הכרוכה בפיתוח עצמי על ידו, של נכס דומה אשר יספק תועלות כלכליות דומות. עקרון זה לא חל לרוב על נכס בלתי מוחשי ייחודי המוגן משפטית מפני העתקה, כגון פטנט או זכויות יוצרים (אם כי יש לשים לב לגבולות הטריטוריאליים של ההגנה האמורה), לחילופין בגין מצב בו "זמן ההגעה לשוק", לאמור ה-TTM (ה-Time To Market) הנדרש קצר וזמני זמני הפיתוח של הנכס התחיליפי הינם ארוכים או לחילופין חילופין כאשר אי הודאות בהצלחת הפיתוח העצמי גבוהה באופן חריג מהמקובל.

גישה זו אינה מכמתת לרוב את השפעתם של משתנים אקסוגניים חיצוניים לנכס (הקיימים בהווה או אפשריים בעתיד) כגון שינוי בטעמי הציבור או התפתחות מוצלחת של מוצר מתחרה, העלולים להשפיע בצורה משמעותית על שווי של הנכס המוערך. גישה זו גם אינה מביאה בחשבון באופן מלא את אי



הודאות המובנית בבסיס תהליכי פיתוח או יצירה חדשניים, הנגרמת מהסיכון לכישלון הפיתוח או מאי-יכולת לעמוד במטרות העסקיות, אשר לשמן פותח או נוצר הנכס, או את אי הודאות הנובעת מהקושי לאמוד באופן מהימן את היתרונות הכלכליים העשויים לנבוע למחזיק הנכס כתוצאה מיישום מסחרי מוצלח.

### ג) שיטות להערכת שווי חברות

ככלל, קיימות מספר רב של שיטות להערכת שווי. מטבע הדברים, לכל שיטה יתרונות וחסרונות ויש לנקוט בה בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומטרותיה. שיטות ההערכה השונות מבוססות על אחת משלוש הגישות הכלכליות שהוזכרו במאמר הקודם. להלן השיטות המקובלות להערכת שווי חברה:

#### 1) שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows)

שיטה זו נגזרת מגישת ההכנסות. על פי שיטה זו שוויו הכלכלי של נכס נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגינו. בגישה זו ניתן להעריך את הפעילות העסקית כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), בין היתר באמצעות עריכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה והערכת סביבת הסיכון בה היא פועלת.

#### 2) שיטת המכפיל

שיטה זו נגזרת מגישת השוק. שיטת המכפיל ישימה לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי המוערך, אך אינה מהווה שיטת אמידה מדויקת. יתרונה העיקרי של השיטה הינו פשטותה ומהירותה ביחס לשיטות אחרות. חסרונה העיקרי של השיטה הינו היעדר התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על אומדן השווי המסוים של הפעילות המוערכת, בשונה מפעילויות אחרות מתחום דומה, לרבות שווקי יעד שונים, שיעור צמיחה, שינוי בתמהילי ההכנסות, ההוצאות או מבני הון שונים.

בשיטה זו בוחנים בצורה השוואתית חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות שונות בארץ ובח"ל (להלן "חברות המדגם"), הדומות לחברה המוערכת ככל האפשר בתחום פעילותה ובהתחשב באילוץ פיזור המדגם. השיטה בוחנת פרמטרים כמותיים של חברות המדגם כגון שווי שוק, EBITDA וסך מכירות.

#### 3) שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV-Net Asset Value)

שיטה זו נגזרת מגישת העלות. מסגרת שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV-Net Asset Value), מתאימים את ערכי הנכסים וההתחייבויות בספרי החברה המוערכת לשוויים הכלכלי ההוגן בניכוי השפעת מיסים נדחים וחלק המיעוט.

#### 4) שיטת תמחור זכויות מותנות

שיטת תמחור זכויות מותנות משמשת להערכת שווי חברות עם מבנה פירמידיאלי, חברות בעלות מבנה חוב מורכב (כגון ריבוי שכבות של חוב: חוב בכיר, חוב מזנין, חוב נחות ועוד), חברות בעלות מבנה הון מורכב (כגון ריבוי שכבות של מניות: מניות בכורה מסוגים שונים, כתבי אופציות על מניות בכורה, מניות רגילות, הלוואות המירות על מניות רגילות ועל מניות בכורה, אופציות לעובדים על מניות רגילות ועוד), וחברות שלהן תחזיות עסקיות בשונות גבוהה. , אופציות לעובדים חוב בכיר, חוב מזנין, חוב נחות ועוד). עיקר תיעודף שיטה זו מקורו בשימוש מצומצם בהנחות עתידיות ובחישוב ה- Implied Value של רכיבי החוב וההון השונים של החברה. על פי שיטה זו, ניתן לראות במניות החברה כזכויות חוזיות המשקפות הלכה למעשה אופציות רכש (Call) לחברה, בתנאים שונים, שהרי זכויותיהן של המניות הינן זכויות בעלות שווי שירוי (Residual Value).

#### 5) שווי שוק

בחברה ציבורית, כאינדיקציות שווי ראשוניות (לא מחייבות וטנטטיביות) וכמבחן סבירות נוסף לתוצאות הערכת השווי, מומלץ לשוב ולבחון את שווי ההון הסחיר של החברה בבורסה בה היא נסחרת בשנה אשר קדמה למועד



העבודה, על בסיס מחיר מניית החברה בתקופה האמורה. רצוי לבדוק את שווי ההון הסחיר של החברה לא רק למועד העבודה ולשנה שקדמה למועד זה, אלא גם לשלושה חודשים ולשישה חודשים שקדמו למועד זה.

בספרות המקצועית קיימים הסברים רבים להפרש בין הפער בין שווי הכלכלי הפנימי (Intrinsic Value) תחת הנחת עסק חי, של חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לבין מחיר מנייתיה בשוק. הסיבות לכך מגוונות ונובעות בין היתר משיקולי מסחר, סנטימנט כללי או ענפי בשוק, שיקולי מיעוט/רוב/שליטה/סחירות וכיוצא בזה.

#### (ד) מבחני סבירות

עם סיום ביצוע הערכת השווי בשיטה שנבחרה יש לערוך, כחלק אינטגרלי מהערכת השווי, מספר ניתוחי רגישות ובחינות סבירות להנחות בדבר שווי החברה תחת הנחות שונות. חישובים אלו אינם עולים בגדר הערכת שווי לחברה אלא מהווים בחינה אינדיקטיבית לסבירות התוצאות השונות בדבר שווי האפשרי של החברה תחת ההנחות מסוימות. להלן כמה שיטות לעריכת ניתוח רגישות לשווי המתקבל:

#### (1) ניתוח רגישות במתודת חישוב "What if"

בהמשך להערכת שווי החברה על פי שיטת ה- DCF מומלץ לבצע ניתוח רגישות לתוצאת הערכת השווי. ניתוח רגישות (Scenario based Valuation) בא לענות על השאלה- "תחת הנחה כי מחיר ההון המשוקלל של החברה (או כל פרמטר אחר) הוא X, מהו שווי החברה האמורה תחת שיטת ה- DCF?". למעשה מדובר כאן על בחינת שינויים אפשריים בהנחות היסוד של הערכת השווי, על ידי ניתוח רגישות דו פרמטרי, וכל זאת על מנת לקבל טווח של תוצאות אפשריות וממנו לגזור את תוחלת שווי ההון העצמי של החברה.

לשם הנוחות ולמען ההשוואה, מומלץ לבצע ניתוח רגישות דו פרמטרי במתודת חישוב "What If" לשווי הפעילות של החברה ביחס לשינויים ב- (i) מחיר ההון המשוקלל של החברה (WACC) (הפועל על השווי ביחס הפוך) וב- (ii) שיעור

הרווחיות הגולמית בטווח הארוך (הפועל על השווי ביחס ישר) ו/או ניתוח רגישות דו פרמטרי, לשווי ההון העצמי של החברה ביחס לשינויים ב- (i) מחיר ההון המשוקלל של החברה (WACC) (הפועל על השווי ביחס הפוך) וב- (ii) שיעור הצמיחה הפרמננטית (Perpetuity) (הפועל על השווי ביחס ישר).

#### (2) ניתוח תרחישי - סימולצית מונטה קרלו (MC)

הדרך המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית להערכת שווי חברות הפועלות כעסק חי, הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים, כאמור. עם זאת, בשל אי הוודאות הגבוהה בחיזוי תזרימי המזומנים של פעילותה, רצוי לתמוך את התוצאה המתקבלת בהערכות על בסיס מתודולוגיות הערכה נוספות. כאינדיקציה לסבירות הערכת השווי בשיטת DCF מומלץ לשוב ולבחון את סבירות תוצאות הערכת השווי ע"י שימוש בניתוח תרחישי במודל Monte Carlo (הינה שיטה אלגוריתמית לפתרון בעיות חישוביות באמצעות הרצת פרמטרים סטוכסטיים, במספר רב של מצבי עולם וביצוע חישובים על התרחישים השונים אשר התקבלו. שימוש בשיטה זו נהוג במקרים בהם אין אפשרות דטרמיניסטית למדל את מושא המחקר).

מודל ה- Monte Carlo הינו מודל המבוסס על סדרות סימולציות משתני החלטה סטטיסטיים סטוכסטיים (לפחות 5,000 מסלולים) המבוססים על סטיות תקן ותוחלת משתני החלטה (Variable Factors) קריטיים במודל, על ידי חישוב איטרטיבי לשווי אקוויטי החברה למצבי טבע ותרחישים שונים. מודל זה משמש לשם בחינת התפלגות התוצאות ביחס לשונות ותוחלת משתנים פרוספקטיביים קריטיים לתוצאות הערכת השווי וביחס לתוצאות פעילות רטרוספקטיביות של החברה. המשתנים הקריטיים שנבחנו הינם שונות ותוחלת משתני ה- WACC, שיעור צמיחת הכנסות החברה על פני אופק ההיוון (CAGR-Compounded Annual Growth Rate), שיעור הצמיחה הפרמננטית (Perpetuity) ושולי ההוצאות השונות. לבסוף, יש לבדוק האם הסטיות בין השווי המתקבל בשיטת DCF לשווי על בסיס מודל Monte Carlo הן סבירות.



---

פרק שלישי – כימות שווי שליטה

### 3. כימות שווי שליטה

עבודת המחקר היחידה אשר פורסמה ביחס לשווי השגת שליטה בישראל נערכה בדצמבר 2005 על ידי יצחק סוארי ואלונה בר און. למרות שהמחקר מתמקד בהשפעת תיקון 11 לחוק ניירות ערך (מעבר מניות בעלות זכויות הצבעה שונות למניות בעלות זכויות הצבעה זהות, כאשר תהליך המעבר כלל תהליך המרה של מניות בכירות אשר כלל שקלול של שווי שליטה), עבודת המחקר כוללת סקירה מקיפה של עסקאות מקומיות בהן הועברה שליטה.

שווי השליטה נקבע ספציפית על פי נתוני כל חברה ויש בו שונות גבוהה. בנוסף, כאשר מזוהה פרמיה קשה מאוד לבודד את מרכיב שווי השליטה ממרכיבים אחרים כגון סינרגיה.

קיימים שלושה מרכיבים עיקריים הנבחנים בעת כימות השליטה: איכות הגנה משפטית על המיעוט, יכולת השגת טובות הנאה ויכולת שיפור איכות הניהול של החברה (שיפור פעילות, שינוי אסטרטגי וכו'). המרכיב הראשון הוא מרכיב מדינה. ישראל נחשבת כמדינה בעלת הגנה משפטית על המיעוט ולכן שווי השליטה המקומי, בדר"כ, לא יעבור את ה-30%.

הסקירה אשר ערכו רו"ח סוארי ובר און מלמדת כי גובה פרמיית השליטה בעסקאות טהורות בהן הועברה שליטה בלבד בין השנים 1990-1991 עומד על 12-16%. פרמיית השליטה בעסקאות הכוללות חברות ציבוריות לעומת זאת, נעה בין 6-22%.

להלן שיעור פרמיית השליטה אשר שולמה בגין מספר עסקאות בהן נרכשו חברות ציבוריות, במהלך השנים 1996 – 2002. הדוגמאות נלקחו ממחקם של רו"ח סוארי ובר און:

שנה	חברה נרכשת	חברה רוכשת	אחוז רכישה	סינרגיה	פרמיית שליטה
1996	אסם פועלים	נסטלה	25.2%	כן	5.5%
1996	השקעות	אורדן	24%	לא	16%
1997	עלית	שטראוס	27.2%	כן	10%
2002	הפניקס	מאיר חברה למכונות	58.79%	לא	22%

שווי שליטה מחולץ משווי העסקה לפי המודל הבא (מימין לשמאל):

$$[\text{שווי עסקה} - (\text{שווי שוק} \times \text{אחוז הרכישה})] / (\text{פרמיית שליטה} + \text{שווי שוק})$$

**דוגמא:** עסקת אורדן – פועלים השקעות נרכשה על ידי אורדן תמורת 66.5 מיליון דולר בעוד ששווי שוק אורדן עמד נכון למועד הרכישה על 154 מיליון דולר. לפיכך:

$$[66.5 - (154 \times 0.24)] / (154 + 29.54) = 29.54 / 183.54 = 16.1\%$$



אספנו נתונים על עסקאות אשר התבצעו בתשע השנים האחרונות בהן נרכשו חברות ציבוריות. הנתונים נלקחו מאתר הבורסה ופרמיית השליטה חולצה לפי המודל המקובל (ראה לעיל) (במיליוני ש"ח):

מועד העסקה	חברת מטרה	חברה רוכשת	אחוז הרכישה	תמורת הרכישה	שער נעילה הון רשום למסחר (אגורות)	שוי שוק	פרמיית שליטה
23.06.2013	כלל תעשיות	אקסס	50.10%	1,246	1,498.00	157,469,762	2.7%
30.11.2012	פרטנר	ישראל טלקום	30.73%	1,393	2,465.00	155,645,708	5.3%
20.05.2012	כלל תעשיות	אקסס	49.90%	1,248	1,186.00	157,469,762	14.5%
6.09.2012	מגדל עסקי ביטוח	מר שלמה אליהו	69.00%	3,585	403.20	1,051,656,093	13.5%
8.01.2011	מכתשים אגן	כמציינה	60.00%	5,149	לא ידוע -		
13.10.2010	בריטיש ישראל מליסרון	לא ידוע - נמחקה ממוסחר	70.65%	1,700	לא ידוע -		
20.06.2010	כלנית כרמון	וואן תוכנה	48.00%	20	25.30	131,452,032	11.6%
07.10.2009	דש איפקס	ברמ פינסים	55.33%	594	2,230.00	38,345,109	12.4%
10.04.2008	סקיילקס	סאני	50.06%	741	3,450.00	38,178,363	5.9%
29.05.2006	סקיילקס	מפעלים פטרוכימיים	49.39%	744	3,069.00	38,066,363	12.5%
09.09.2004	גטוו פור יו	גמול חברה להשקעות	27.70%	16	לא ידוע - נמחקה ממוסחר		
05.02.2004	תעשיות מלח	אלרן החזקות	57.65%	455	לא ידוע - נמחקה ממוסחר		
14.5%	גבוה						
12.0%	חציון						
9.8%	ממוצע						
2.7%	נמוך						

אספנו נתונים על עסקאות אשר התבצעו בשנה באחרונה בהן נרכשו חברות ציבוריות. הנתונים נלקחו מאתר הבורסה ופרמיית השליטה חולצה לפי המודל המקובל (ראה לעיל) (במיליוני ש"ח):

מועד העסקה	חברת מטרה	חברה רוכשת	אחוז הרכישה	מחיר הרכישה	שער נעילה הון רשום למסחר (אגורות)	שוי שוק	פרמיית שליטה
20.08.2013	כלל ביטוח	JT Capital Management	32%	1,472	6,363.00	55,353,230	8.9%
23.06.2013	כלל תעשיות	Access Industries Inc	50.1%	1,246	1,498.00	157,469,762	2.7%
30.11.2012	פרטנר	ס.ב. ישראל טלקום בע"מ	30.73%	1,393	2,465.00	155,645,708	5.3%
20.05.2012	כלל תעשיות	Access Industries Inc	49.90%	1,248	1,186.00	157,469,762	14.5%
6.09.2012	מגדל עסקי ביטוח	מר שלמה אליהו	69%	3,585	403.20	1,051,656,093	13.5%

כפי שניתן לראות מהטבלאות, שווי השליטה המקומי אינו עולה על 30%.

כאמור, מעבר למרכיב המדינה קיימים שני מרכיבים ספציפיים לחברה הנבחנים בעת כימות שווי השליטה: יכולת השגת טובות הנאה ויכולת שיפור איכות הניהול של החברה (שיפור פעילות, התייעלות, הזולת אשראי, שינוי אסטרטגי וכו').

בהנחה כי פרמיות השליטה המקובלות לחברות בישראל נעות בטווח שבין 5%-10%, אזי שווי השליטה שנקבע בהערכת השווי (10% משווי כל חברה) מייצג אומדן סביר לאור הפרמיות ששולמו בעסקאות מקומיות (הממוצע עמד על 9.8% והחציון עמד על 12%).



---

פרק רביעי – הערכת שווי סלקום

4. הערכת שווי סלקום

(א) כללי

סלקום (להלן: "סלקום") הינה ספקית של שירותי רדיו-טלפון נייד (להלן: "שירותי רט"ן") ושירותי תקשורת נייחים. נכון ליום 30 ביוני 2013, משרתת החברה כ- 3,151 אלפי מנוי רט"ן בפריסה ארצית. בנוסף לשירותי הסלולר מספקת החברה שרותי טלפון קווי (משנת 2006) והינה ספקית אינטרנט באמצעות חברת הבת נטוויזן (מוזגה בשנת 2011). בכוונת החברה לספק שרותי טלוויזיה רב ערוצית בעתיד.

(ב) תחומי פעילות

סלקום פועלת בשלושה מגזרי פעילות עיקריים:

- (I) **תקשורת סלולרית**- שירותי רדיו-טלפון תאי נייד (תקשורת סלולרית), שיווק ציוד קצה, התקנה, הפעלה ותחזוקה של ציוד ומערכות בתחום התקשורת הסלולרית.
- (II) **תקשורת פנים ארצית נייחת**- תחום זה כולל בעיקר את הפעילות המבוצעת על-ידי החברה כמפעילה פנים ארצית, לרבות שירותי תשתית גישה לאינטרנט ושירותי תמסורת ותקשורת נתונים.
- (III) **תקשורת בינלאומית, שירותי אינטרנט ונס"ר**- שירותי גישה לאינטרנט (ISP), אספקת שירותי תקשורת בין לאומיים, אספקת שירותים בתחום הנס"ר, אספקת פתרונות ICT (מערכות מידע ותקשורת) ו-Data.

(ג) ניתוח דוחות כספיים

(I) תמצית דוחות רווח והפסד

H1/2013	H1/2012	2012	2011	
<i>מיליוני ₪</i>				
2,494	3,038	5,938	6,506	הכנסות
-1,533	-1,737	-3,463	-3,408	עלות המכירות
961	1,301	2,475	3,098	רווח גולמי
38.5%	42.8%	41.7%	47.6%	
-653	-744	-1,490	-1,676	הוצאות תפעוליות
308	557	985	1,422	רווח תפעולי (EBIT)
12.3%	18.3%	16.6%	21.9%	
-124	-153	-259	-293	הוצאות מימון, נטו
184	404	726	1,129	רווח לפני מס
-50	-110	-195	-304	מסים על הכנסה
134	294	531	825	רווח נקי
5.4%	9.7%	8.9%	12.7%	
653	949	1,753	2,167	EBITDA
26.2%	31.2%	29.5%	33.3%	

במחצית הראשונה של שנת 2013 רשמה סלקום ירידה בהכנסות לצד שחיקה במדדי הרווחיות. הירידה בהכנסות נובעת בעיקרה מירידה בהכנסות מגזר התקשורת הסלולרית אשר חווה ירידה בהכנסות משירותים ובהכנסות ממכירת ציוד קצה לאור התחרות בענף. מדדי הרווחיות של החברה הושפעו מהירידה ברווחיות מגזר התקשורת הסלולרית, אם כי השחיקה ברווחיות במגזר זה קוזה חלקית בזכות עלייה ברווחיות המגזר הנייח לצד יציבות במגזר התקשורת הבינלאומית, שירותי אינטרנט ונס"ר.



(II)

תמצית מאזנים

30/06/2013	30/06/2012	31/12/2012	31/12/2011	
מיליוני ₪				
<b>נכסים שוטפים</b>				
1,685	1,710	1,907	1,210	מזומנים, שווי מזומנים, השקעות
1,933	2,015	1,923	1,952	לקוחות וחייבים אחרים
100	129	112	170	נכסים שוטפים אחרים
<b>3,718</b>	<b>3,854</b>	<b>3,942</b>	<b>3,332</b>	<b>סה"כ נכסים שוטפים</b>
<b>נכסים שאינם שוטפים</b>				
3,421	3,717	3,592	3,848	רכוש קבוע נכסים בלתי מוחשיים
1,027	1,411	1,253	1,377	נכסים שאינם שוטפים אחרים
<b>4,448</b>	<b>5,128</b>	<b>4,845</b>	<b>5,225</b>	<b>סה"כ נכסים שאינם שוטפים</b>
<b>8,166</b>	<b>8,982</b>	<b>8,787</b>	<b>8,557</b>	<b>סה"כ נכסים</b>
<b>התחייבויות שוטפות</b>				
1,091	738	1,129	674	אגרות חוב, הלוואות ואשראי
657	835	827	1,026	ספקים וזכאים אחרים
0	130	0	189	דיבידנד לתשלום
718	813	754	764	התחייבויות שוטפות אחרות
<b>2,466</b>	<b>2,516</b>	<b>2,710</b>	<b>2,653</b>	<b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>
<b>התחייבויות שאינן שוטפות</b>				
4,924	6,024	5,432	5,543	אגרות חוב, הלוואות ואשראי
140	162	145	174	התחייבויות שאינן שוטפות אחרות
<b>5,064</b>	<b>6,186</b>	<b>5,577</b>	<b>5,717</b>	<b>סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות</b>
<b>הון עצמי</b>				
633	279	498	183	סך הכל הון המיוחס לבעלים של החברה
3	1	2	4	זכויות שאינן מקנות שליטה
<b>636</b>	<b>280</b>	<b>500</b>	<b>187</b>	<b>סה"כ הון עצמי</b>
<b>8,166</b>	<b>8,982</b>	<b>8,787</b>	<b>8,557</b>	<b>סה"כ התחייבויות הון</b>

ההון העצמי של סלקום ליום ה- 30.06.2013 הסתכם בכ- 0.6 מיליארד ₪. מיותר לציין שלסלקום עודף נכסים על התחייבויות, המהווה אינדיקציה חיובית ליכולת הפירעון. החוב הפיננסי ברוטו של סלקום לבנקים ובעלי אגרות החוב לרבות דיבידנד לתשלום ליום ה- 30.06.2013 הסתכם בכ- 6.02 מיליארד ₪. כמו כן, נכון ליום ה- 30.06.2013, לנכסים ובניין יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בסך של כ- 1.69 מיליארד ₪, מה שמביא את יתרות החוב הפיננסי, נטו, לסך של כ- 4.33 מיליארד ₪.

(III)

ניתוח יחסים פיננסיים

מקובל לעשות שימוש ביחסים שבין פרמטרים לבחינת מצבה של חברה. קיימות שתי דרכים לבחינת איתנותה הפיננסית של חברה באמצעות יחסים פיננסיים: האחת הינה שיטת נתוני חתך רוחב (cross-section), קרי באמצעות השוואת הפרמטרים הפיננסיים העיקריים שלה ביחס לחברות התואמות בקירוב לפעילות ולהיקף החברה; השנייה היא שיטת נתוני זמן (time series) על ידי השוואת ערכי היחסים כשלעצמם. מפאת הזמן, בחרנו להשתמש בשיטה השנייה.

H1/2013	H1/2012	2012	2011	
12.3%	18.3%	16.6%	21.9%	שיעור רווח תפעולי (EBIT)
26.2%	31.2%	29.5%	33.3%	שיעור EBITDA
1.5	1.5	1.5	1.3	יחס שוטף
53.0%	57.7%	53.0%	60.7%	שיעור מינוף (מסך הנכסים)
56.3%	68.7%	60.3%	45.0%	שיעור חוב משווי פעילות (EV)
14.1	9.3	4.7	3.7	יחס חוב לרווח תפעולי (EBIT)
9.8	8.4	3.9	3.0	יחס חוב ל- EBITDA בניכוי CAPEX
8.5	12.6	4.3	5.8	יחס חוב לתזרים מזומנים חופשי (FCF)
5.9	9.7	2.9	7.8	יחס חוב לתזרים מפעילות (OCF)
1.9	3.2	3.1	6.7	כיסוי ריבית

ilA+/Stable ilAA-/Negative ilAA-/Negative ilAA-/Negative

דירוג מעלות



(IV)

חוב פיננסי, נטו

החוב הפיננסי, נטו כולל בחובו יתרות חוב לתאגידי הבנקאיים, מחזיקי אגרות החוב הסחירות והבלתי סחירות וההתחייבות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות, בניכוי מזומנים ושווי מזומנים והשקעות פיננסיות נילות.

**חוב פיננסי, נטו (ע"פ מתודולוגיית MNS) 30.06.2013**

1,091	אשראי לז"ק וחלויות שוטפות של הלוואות לז"א ואג"ח
10	הלוואות לזמן ארוך מבנקים
4,865	אגרות חוב
20	הפרשות ז"א
13	זכאים לזמן ארוך
16	התחייבויות בגין סיום עובד מעביד
<b>6,015</b>	<b>סה"כ התחייבויות פיננסיות</b>
1,185	מזומנים ושווי מזומנים
500	השקעות שוטפות
<b>1,685</b>	<b>סה"כ נכסים פיננסיים</b>

**חוב פיננסי, נטו נכון ל- 30.6.2013**

**4,330**

(VI)

ערך הספרים של נכסי הפירמה

4,330	חוב פיננסי, נטו	1,545	הון חוזר, נטו
636	הון עצמי	1,969	נכסים תפעוליים, נטו (רכוש קבוע)
		1,452	נכסים בלתי מוחשיים, נטו
<b>4,966</b>	<b>ערך הספרים של נכסי הפירמה</b>	<b>4,966</b>	<b>ערך הספרים של נכסי הפירמה</b>

(ד) הערכת השווי

1. מתודולוגיה

בעבודתנו בחרנו להעריך את שווי סלקום לתאריך 30.6.2013 בשיטת זרמי המזומנים המהווים (DCF). את פרטי השיטה ניתן לראות בספרו של Damodaran שכותרתו Corporate Finance בהוצאת Wiley.

2. העובדות, ההנחות החשובים והתחזיות עליהן מתבססת הערכת השווי

הערכת שווי סלקום נעשתה על פי אומדן שווי האקוויטי של סלקום, המבוסס על אומדנים מתוך הערכת השווי הקודמת שנערכה בחודש מאי 2013 על ידי מעריכי השווי מחברת MNS.

השקעות בהון חוזר נעשו על פי ניתוח מרכבי ההון החוזר של סלקום. הקיטון בהון החוזר לעומת רמתו בשנים קודמות הנו כתוצאה מצניחה בהכנסות ממכירת ציוד קצה.

נלקח אומדן גידול מכירות ריאלי של 0.5% הנו אומדן שמרני וזהיר לגבי אופק השוק.

התקופה שנלקחה בהערכת השווי הנה 5 שנים כמקובל.

תחזית המכירות של סלקום (מיליוני ₪)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
					תחזית	בפועל	מכירות
	5,437	5,300	5,186	5,171	5,309	5,938	שיעור צמיחה
	2.6%	2.2%	0.3%	-2.6%	-10.6%		0.5%

תחזית ה- EBITDA של סלקום (מיליוני ₪)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
					תחזית	בפועל	EBITDA
	1,587	1,512	1,465	1,454	1,434	1,753	



תחזית תזרימי המזומנים נערכה בש"ח בערכים צמודי מדד.

בעבודה נקבע שיעור הון עצמי של 50% המהווה אומדן זהיר ליעד המטרה של סלקום למועד תאריך הערכת השווי.

Re – עלות ההון עצמי מבוססת על מודל CAPM:

$$Re = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + ARP$$

Rf – הריבית חסרת הסיכון בשיעור 2.62% נקבעה לפי המקובל בחשבונאות כריבית ארוכת טווח ל- 28 שנה לפי ציטוטי Bizportal לתאריך 30/06/2013.

(Rm – Rf) – פרמיית הסיכון הממוצעת המאפיינת את השוק הישראלי, שער הפרמיה שנקבע הינו 7.08%.

$\beta$  – הביטא של החברה משקפת את מידת הסיכון השיטתי הקיים בה. למרות שמניית סלקום נסחרת חישבנו ממוצע של ביטאות של חברות ציבוריות הפועלות בתחום תקשורת – התהליך כלל חישוב הביטא הלא ממונפת של כל חברה, ומינוף בהתאם לשיעור המינוף של החברה. ערך הביטא שנקבע הנו 1.53.

ARP – פרמיית סיכון נוספת בגין קוטנה של החברה, שער הפרמיה נקבע ל- 1.85%.

חישוב Re:

$$Re = 2.62\% + 1.53 \times 7.08\% + 1.85\% = 15.30\%$$

**CAPM= 15.3%**

### 3. שיעורי ההון שנעשה בהם שימוש בהערכת השווי הסיבות לבחירה

#### והתחשיב לפיו חושבו

נוסחת ה-WACC אינה לוקחת בחשבון את מבנה ההון העכשווי של סלקום אלא את מבנה הון המטרה (Target Debt Equity Ratio) של סלקום. מבנה ההון העכשווי של סלקום או מבנה ההון של סלקום בתקופות קודמות או מבנה ההון של חברות דומות אחרות יכולים להוות אינדיקציה ליחס החוב אליו שואפת סלקום.

החישובים שנערכו מעריכים כי מבנה הון המטרה הנו כ- 50% חוב ו- 50% הון עצמי. בהנחה שהיינו מחשבים את מבנה הון המטרה לפי יחס של 55% חוב ו- 45% הון עצמי הרי שהיינו מקבלים מחיר הון לאחר מס נמוך יותר ושווי לאחר מס גבוה יותר.

מרכיבי נוסחת שיעור ההיוון (Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = Rd \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + Re \times \frac{E}{D + E}$$

Rd – עלות ההון הזר של סלקום, הינו בהתאם לתשואות אג"ח צמודות מדד בדירוג זהה לדירוג החוב של סלקום לתקופה ארוכה ובסה"כ 5.5%.

Re – עלות ההון העצמי (תשואה הנדרשת על ידי בעל המניות).

T – מס סטטוטורי 26.5%.

D/(E+D) – משקל החוב כאשר D, סה"כ ההון הזר של החברה, חושב לפי ערך השוק ליום 31.03.2013 ו-E, סה"כ ההון העצמי של החברה, חושב לפי ערך שוק ליום 31.03.2013. לפיכך, משקל החוב הוא 50% בקרוב.

E/(E+D) – משקל ההון העצמי הוא 50% בקרוב.

**חישוב שיעור ההון-WACC לאחר מס**

מחיר ההון המשוקלל אחרי מס של סלקום בהרכב של 50% חוב ו- 50% הון עצמי הנו 9.7%.

$$WACC = 5.5\% \times (1-0.265) \times 50\% + 15.3\% \times 50\%$$

**WACC= 9.7%**

**מחיר ההון המשוקלל של סלקום לאחר מס**

**בהרכב של כ- 50% חוב ו- 50% הון עצמי הנו 9.7%.**

**הערכת שווי אקוויטי בשיטת DCF (במיליוני ש"ח)**

צפי שארית	צפי 2017	צפי 2016	צפי 2015	צפי 2014	צפי 2013	אומדן 2012	
5,464	5,437	5,300	5,186	5,171	5,309	5,938	<b>מכירות</b>
0.5%	2.6%	2.2%	0.3%	-2.6%	-10.6%		שיעור גידול
3,069	3,054	3,023	2,996	3,045	3,174	3,463	<b>עלות המכר</b>
2,395	2,383	2,277	2,190	2,126	2,135	2,475	<b>רווח גלמי</b>
43.8%	43.8%	43.0%	42.2%	41.1%	40.2%	41.7%	שיעורו מהמכירות
1,413	1,406	1,385	1,365	1,344	1,415	1,490	<b>סה"כ הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות</b>
982	977	892	825	782	720	985	<b>רווח תפעולי</b>
18.0%	18.0%	16.8%	15.9%	15.1%	13.6%	16.6%	שיעורו מהמכירות
260	259	236	219	207	180	246	<b>מס הכנסה</b>
26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	25.0%	25.0%	שיעורי המס
722	718	656	606	575	540	739	<b>רווח נקי לאחר מס</b>
613	610	620	640	672	714	765	<b>פחת והפחתות</b>
613	610	572	537	513	500	547	<b>השקעות הוניות (CAPEX)</b>
4	4	-27	-106	-263	-322		<b>השקעה בהון חוזר</b>
					505		<b>תזרים שהתקבל במהלך H1/2013</b>
718	714	731	815	997	571		<b>תזרים תפעולי נקי לאחר מס להון</b>
	4.00	3.00	2.00	1.00	0.25		<b>תקופה להון</b>
0.0917	1.4471	1.3195	1.2028	1.0967	1.0235	9.7%	<b>מחלק הון</b>
5,407	493	554	678	909	558		<b>תזרים מהון לאחר מס</b>
					8,599		<b>שווי פעילות</b>
					4,330		<b>חוב פיננסי, נטו</b>
					4,269		<b>שווי אקוויטי סלקום 30.6.2013</b>
1,595	1,587	1,512	1,465	1,454	1,434	1,753	<b>EBITDA</b>
29.2%	29.2%	28.5%	28.2%	28.1%	27.0%	29.5%	שיעורו מהמכירות



**ניתוח רגישות להשפעה על האקוויטי כתוצאה משינוי ב- Perpetuity**

**ניתוח רגישות להשפעה על האקוויטי כתוצאה משינוי ב- WACC**

שנת	נצי	נצי	נצי	נצי	נצי	אוסדר	Perpetuity - 0.25%
טארית	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
718	714	731	815	997	571		תזרים תפעולי נקי לאחר מס להון
420	320	320	220	120	0.25		תקופת לחוו
0.0942	1.4471	1.3193	1.2029	1.0967	1.0219	9.7%	מתקופת לחוו
5,263	493	554	676	909	558		תזרים מהון לאחר מס
					8,455		שווי פעילות מעטבר
					4,330		חוב פיננסי, נטו
					4,125		שווי אקוויטי סלקום 30.6.2013

שנת	נצי	נצי	נצי	נצי	נצי	אוסדר	Perpetuity + 0.25%
טארית	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
718	714	731	815	997	571		תזרים תפעולי נקי לאחר מס להון
420	320	320	220	120	0.25		תקופת לחוו
0.0942	1.4471	1.3193	1.2029	1.0967	1.0219	9.7%	מתקופת לחוו
5,558	493	554	676	909	558		תזרים מהון לאחר מס
					8,750		שווי פעילות מעטבר
					4,330		חוב פיננסי, נטו
					4,420		שווי אקוויטי סלקום 30.6.2013

שנת	נצי	נצי	נצי	נצי	נצי	אוסדר	Perpetuity - 0.5%
טארית	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
718	714	731	815	997	571		תזרים תפעולי נקי לאחר מס להון
420	320	320	220	120	0.25		תקופת לחוו
0.0942	1.4471	1.3193	1.2029	1.0967	1.0219	9.7%	מתקופת לחוו
5,127	493	554	676	909	558		תזרים מהון לאחר מס
					8,219		שווי פעילות מעטבר
					4,330		חוב פיננסי, נטו
					3,989		שווי אקוויטי סלקום 30.6.2013

שנת	נצי	נצי	נצי	נצי	נצי	אוסדר	Perpetuity + 0.5%
טארית	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
718	714	731	815	997	571		תזרים תפעולי נקי לאחר מס להון
420	320	320	220	120	0.25		תקופת לחוו
0.0942	1.4471	1.3193	1.2029	1.0967	1.0219	9.7%	מתקופת לחוו
5,718	493	554	676	909	558		תזרים מהון לאחר מס
					8,910		שווי פעילות מעטבר
					4,330		חוב פיננסי, נטו
					4,580		שווי אקוויטי סלקום 30.6.2013

שנת	נצי	נצי	נצי	נצי	נצי	אוסדר	WACC * (1-2%)
טארית	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
718	714	731	815	997	571		תזרים תפעולי נקי לאחר מס להון
420	320	320	220	120	0.25		תקופת לחוו
0.0942	1.4471	1.3193	1.2029	1.0967	1.0219	9.9%	מתקופת לחוו
5,542	493	557	680	910	558		תזרים מהון לאחר מס
					8,745		שווי פעילות מעטבר
					4,330		חוב פיננסי, נטו
					4,435		שווי אקוויטי סלקום 30.6.2013

שנת	נצי	נצי	נצי	נצי	נצי	אוסדר	WACC * (1+2%)
טארית	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
718	714	731	815	997	571		תזרים תפעולי נקי לאחר מס להון
420	320	320	220	120	0.25		תקופת לחוו
0.0942	1.4471	1.3193	1.2029	1.0967	1.0219	9.9%	מתקופת לחוו
5,228	490	551	676	907	558		תזרים מהון לאחר מס
					8,439		שווי פעילות מעטבר
					4,330		חוב פיננסי, נטו
					4,100		שווי אקוויטי סלקום 30.6.2013

שנת	נצי	נצי	נצי	נצי	נצי	אוסדר	WACC * (1-4%)
טארית	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
718	714	731	815	997	571		תזרים תפעולי נקי לאחר מס להון
420	320	320	220	120	0.25		תקופת לחוו
0.0942	1.4471	1.3193	1.2029	1.0967	1.0219	9.3%	מתקופת לחוו
5,725	500	560	683	911	558		תזרים מהון לאחר מס
					8,939		שווי פעילות מעטבר
					4,330		חוב פיננסי, נטו
					4,609		שווי אקוויטי סלקום 30.6.2013

שנת	נצי	נצי	נצי	נצי	נצי	אוסדר	WACC * (1+4%)
טארית	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
718	714	731	815	997	571		תזרים תפעולי נקי לאחר מס להון
420	320	320	220	120	0.25		תקופת לחוו
0.0942	1.4471	1.3193	1.2029	1.0967	1.0219	10.1%	מתקופת לחוו
5,115	487	548	673	904	557		תזרים מהון לאחר מס
					8,284		שווי פעילות מעטבר
					4,330		חוב פיננסי, נטו
					3,954		שווי אקוויטי סלקום 30.6.2013

שווי אקוויטי	Perpetuity
4,580	Perpetuity + 0.5%
4,420	Perpetuity - 0.25%
<b>4,269</b>	<b>Perpetuity + 0%</b>
4,125	Perpetuity - 0.25%
3,989	Perpetuity - 0.5%

שווי אקוויטי	WACC
3,956	WACC * (1+4%)
4,109	WACC * (1+2%)
<b>4,269</b>	<b>WACC + 0%</b>
4,435	WACC * (1-2%)
4,609	WACC * (1-4%)

**4. שווי שוק**

שבנו ובחנו את שווי השוק של סלקום בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית סלקום בתקופה האמורה. שווי השוק של סלקום הסתכם בחצי השנה אשר קדמה למועד עבודתנו בטווח של 4,171 – 2,909 מיליון שקלים חדשים (בשנה החודשים אשר קדמה למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 4,171 – 2,665 מיליון שקלים חדשים, בשנה וחצי אשר קדמו למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 4,875 – 2,006 מיליון שקלים חדשים ובשנתיים אשר למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 8,142 – 2,006 מיליון שקלים חדשים). למועד עבודנו עומד שווי השוק של סלקום על כ- 3,902 מיליון שקלים.





המסחר במניות סלקום מתאפיין בסחירות גבוהה, כדלקמן:

**נתוני סחירות לשנתיים שנסתיימו ב- 15 בספטמבר 2013**

מספר עסקאות יומיות	Average	Max
0	596	2,721
0.00%		
10,167,382		
247.51%		
258,339		
0.26%		

ימים ללא מסחר כלל:  
 באחוזים מסך ימי המסחר:  
 מחזור מסחר יומי ממוצע (ש"ח):  
 באחוזים משווי שוק ממוצע:  
 מחזור מסחר יומי ממוצע (יחידות):  
 באחוזים מסך הון רשום למסחר ממוצע:

בשל סחירות גבוהה זו, מחירי המניות בשוק אינם צפויים להציג שינויים מהותיים בין שווי החברה הפנימי, המשתקף מתזרימי המזומנים הצפויים שלה, מהוונים בשיעור היוון סביר, לבין מחיר מנייתה בבורסה.

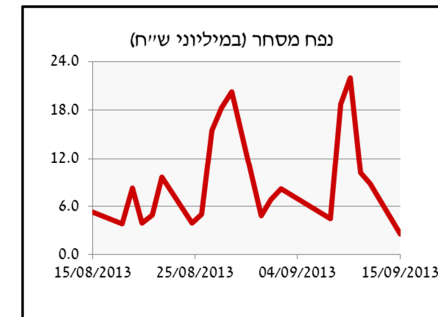
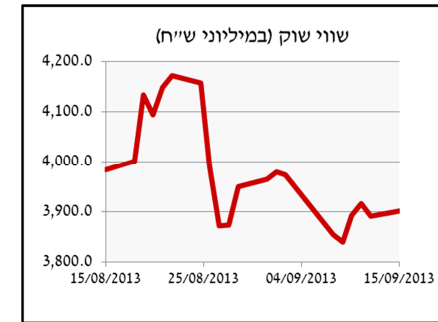
להלן גרף שווי השוק של סלקום לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו (במיליון שקלים חדשים):



להלן גרף מניית סלקום לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו:



בנוסף בחנו את המחיר הממוצע ל- 30 יום שקדמו למועד ההערכה.



להלך קומץ נתונים סטטיסטיים של המדגם שנלקח:

תמצית סטטיסטית	
נמוך	3,840.0
ממוצע	3,979.3
חציון	3,968.8
גבוה	4,171.3

ממוצע שווי השוק של סלקום בבורסה לניירות ערך בתל אביב ב- 30 הימים שקדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית סלקום בתקופה האמורה נאמד

בכ- 3,979.3 מיליוני ש"ח וקרוב יחסית לחציון שהינו כ- 3,968.8 מיליוני ש"ח. שווי השוק המקסימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 4,171.3 מיליוני ש"ח ושווי השוק המינימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 3,840.0 מיליוני ש"ח.

**5. סיכום תוצאת הערכת השווי**

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת סלקום ישראל בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 4,397-4,141 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 4,296 מיליון שקלים חדשים).

בעבודתנו בחרנו עבור שליטת דסק"ש בסלקום פרמיה של 10%.

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי כלכלי סלקום פרמיית שליטה
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
מיליוני ש"ח	מיליוני ש"ח		מיליוני ש"ח	מיליוני ש"ח	
1,735	1,842	41.90%	4,141	4,397	
10.0%	10.0%				
<b>1,908</b>	<b>2,026</b>				<b>שווי חלק דסק"ש בסלקום</b>

**6. התייחסות להערכת השווי של MNS**

בהערכת השווי הקודמת שנערכה בחודש מאי 2013 על ידי מעריכי השווי מחברת MNS, לצורך הערכת שווייה של סלקום נעשה שימוש בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows) לפיה, שוויו הכלכלי של נכס נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגינו. בגישה זו ניתן להעריך את הפעילות העסקית כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), בין היתר באמצעות עריכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים



לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה והערכת סביבת הסיכון בה היא פועלת.

להלן השוואת תוצאות הערכת שווי חלקה של דסק"ש בסלקום (כולל פרמיית שליטה) כפי שהוערכו על ידי מעריכי השווי של חברת MNS ייעוץ ל- 31.05.2013 ובעבודתנו ל- 30.6.2013 :

MNS		שווי פנימי		שיטת ההערכה מתודולוגיה
נמוך	גבוה	נמוך	גבוה	
DCF		DCF		
ע"ב דוחות 31.3.2013		ע"ב דוחות 30.6.2013		
<i>מיליוני ש"ח</i>				
<u>1,943</u>	<u>2,035</u>	<u>1,908</u>	<u>2,026</u>	שווי חלק דסק"ש בסלקום

הפרש	ההפרש	MNS	שווי פנימי	
%		(במיליוני ש"ח)		
0%	-9	2,035	2,026	גבוה
-2%	-35	1,943	1,908	נמוך

---

פרק חמישי – הערכת שווי שופרסל

5. הערכת שווי שופרסל

(א) כללי

שופרסל<sup>1</sup> מחזיקה בבעלות מלאה (100%) בחברות הבת שופרסל נדל"ן, גידרון תעשיות בע"מ (להלן: "גידרון"), קטיף בע"מ (להלן: "קטיף"), ארבעת המינים בע"מ (להלן: "ארבעת המינים") ובחברות הנכדה חברת הנכסים של שופרסל בע"מ (להלן: "שופרסל נכסים"), היפרכל (להלן: "היפרכל") והנץ יבואנים ויצואנים בע"מ (להלן "הנץ"). כמו כן, מחזיקה שופרסל בכ- 64% מהון חברת הבת שופרסל פיננסים ניהול בע"מ (להלן: "שופרסל פיננסים"), בכ- 50.0% מהון חברת הנכדה שופרסל-ביילסול השקעות בע"מ (להלן: "ביילסול"), בכ- 46.8% מהון חברת הנכדה עורבני חברה להשקעות בע"מ (להלן "עורבני") ובכ- 17.3% מהון חברת הניהול לב המפרץ בע"מ (להלן: "לב המפרץ").

(ב) תחומי פעילות

שופרסל פועלת בשני מגזרי פעילות עיקריים:

(I) **קמעונאות מזון** - עיסוקה העיקרי של שופרסל הינו שיווק קמעונאי בתחום המזון ומוצרים אחרים. הקבוצה מפעילה סניפים ב- 4 פורמטים עיקריים, הכוללים: סניפים שכונתיים בדגש על שירות וחוויית קניה, סניפים במרכזי הערים, סניפים אזוריים בעלי מחירים זולים וסניפים המותאמים לצרכי אוכלוסיה שונים, כגון מזון כשר למהדרין. בנוסף משווקת החברה את מוצריה באמצעות אתר אינטרנט ייעודי.

(II) **נדל"ן מניב** - פעילות הנדל"ן המניב של החברה כוללת בחלקה פעילות שמטרתה שילוב והעצמת פעילותה העיקרית של החברה בתחום הקמעונאות. הפעילות מורכבת מאיתור ורכישה של שטחי מקרקעין להקמת סניפים מקומיים ואזוריים, וכן הקמה והשבחה של שטחי מסחר עוטפים למתחמים של סניפי החברה, להגדלת נפח הפעילות בסניפים. בנוסף כולל התחום פעילות עסקית עצמאית.

<sup>1</sup> למען הנוחות תכונה "שופרסל" ביחד עם חברות הבנות שלה, שדו"חותיהן הכספיים מאוחדים עם דו"חותיה.

(ג) ניתוח דוחות כספיים

(I) תמצית דוחות רווח והפסד

H1/2013	H1/2012	2012	2011	
<i>מיליוני ₪</i>				
5,897	5,709	11,571	11,600	הכנסות
-4,391	-4,271	-8,639	-8,695	עלות המכירות
1,506	1,438	2,932	2,905	רווח גולמי
25.5%	25.2%	25.3%	25.0%	
-1,303	-1,268	-2,557	-2,455	הוצאות תפעוליות
203	170	375	450	רווח תפעולי (EBIT)
3.4%	3.0%	3.2%	3.9%	
-70	-74	-130	-140	הוצאות מימון, נטו
133	96	245	310	רווח לפני מס
-35	-22	-45	-36	מסים על הכנסה
98	74	200	274	רווח נקי
1.7%	1.3%	1.7%	2.4%	
336	297	643	702	EBITDA
5.7%	5.2%	5.6%	6.1%	



## (II)

## תמצית מאזנים

30/06/2013	30/06/2012	31/12/2012	31/12/2011	
מיליוני ₪				
<b>נכסים שוטפים</b>				
1,685	1,710	1,907	1,210	מזומנים, שווי מזומנים, השקעות
1,933	2,015	1,923	1,952	לקוחות וחייבים אחרים
100	129	112	170	נכסים שוטפים אחרים
<b>3,718</b>	<b>3,854</b>	<b>3,942</b>	<b>3,332</b>	<b>סה"כ נכסים שוטפים</b>
<b>נכסים שאינם שוטפים</b>				
3,421	3,717	3,592	3,848	רכוש קבוע נכסים בלתי מוחשיים
1,027	1,411	1,253	1,377	נכסים שאינם שוטפים אחרים
<b>4,448</b>	<b>5,128</b>	<b>4,845</b>	<b>5,225</b>	<b>סה"כ נכסים שאינם שוטפים</b>
<b>8,166</b>	<b>8,982</b>	<b>8,787</b>	<b>8,557</b>	<b>סה"כ נכסים</b>
<b>התחייבויות שוטפות</b>				
1,091	738	1,129	674	אגרות חוב, הלוואות ואשראי
657	835	827	1,026	ספקים וזכאים אחרים
0	130	0	189	דיבידנד לתשלום
718	813	754	764	התחייבויות שוטפות אחרות
<b>2,466</b>	<b>2,516</b>	<b>2,710</b>	<b>2,653</b>	<b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>
<b>התחייבויות שאינן שוטפות</b>				
4,924	6,024	5,432	5,543	אגרות חוב, הלוואות ואשראי
140	162	145	174	התחייבויות שאינן שוטפות אחרות
<b>5,064</b>	<b>6,186</b>	<b>5,577</b>	<b>5,717</b>	<b>סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות</b>
<b>הון עצמי</b>				
633	279	498	183	סך הכל הון המיוחס לבעלים של החברה
3	1	2	4	זכויות שאינן מקנות שליטה
<b>636</b>	<b>280</b>	<b>500</b>	<b>187</b>	<b>סה"כ הון עצמי</b>
<b>8,166</b>	<b>8,982</b>	<b>8,787</b>	<b>8,557</b>	<b>סה"כ התחייבויות והון</b>

ההון העצמי של שופרסל ליום ה- 30.06.2013 הסתכם בכ- 1.2 מיליארד ₪. מיותר לציין שלשופרסל עודף נכסים על התחייבויות, המהווה אינדיקציה חיובית ליכולת הפירעון. החוב הפיננסי ברוטו של שופרסל לבנקים ובעלי אגרות החוב לרבות דיבידנד לתשלום ליום ה- 30.06.2013 הסתכם בכ- 2.87 מיליארד ₪. כמו כן, נכון ליום ה- 30.06.2013, לשופרסל יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בסך של כ- 0.61 מיליארד ₪, מה שמביא את יתרות החוב הפיננסי, נטו, לסך של כ- 2.26 מיליארד ₪.

## (III)

## ניתוח יחסים פיננסיים

מקובל לעשות שימוש ביחסים שבין פרמטרים לבחינת מצבה של חברה. קיימות שתי דרכים לבחינת איתנותה הפיננסית של חברה באמצעות יחסים פיננסיים: האחת הינה שיטת נתוני חתך רחב (cross-section), קרי באמצעות השוואת הפרמטרים הפיננסיים העיקריים שלה ביחס לחברות התואמות בקירוב לפעילות ולהיקף החברה; השנייה היא שיטת נתוני זמן (time series) על ידי השוואת ערכי היחסים כשלעצמם. מפאת הזמן, בחרנו להשתמש בשיטה השנייה.

H1/2013	H1/2012	2012	2011	
3.4%	3.0%	3.2%	3.9%	שיעור רווח תפעולי (EBIT)
5.7%	5.2%	5.6%	6.1%	שיעור EBITDA
1.1	1.1	1.2	1.1	יחס שוטף
35.8%	37.0%	35.3%	36.6%	שיעור מינוף (מסך הנכסים)
45.1%	53.2%	49.3%	44.8%	שיעור חוב משווי פעילות (EV)
11.1	13.8	6.0	5.3	יחס חוב לרווח תפעולי (EBIT)
11.8	13.1	5.6	22.5	יחס חוב ל- EBITDA בניכוי CAPEX
7.2	8.3	6.6	-32.1	יחס חוב לתזרים מזומנים חופשי (FCF)
4.1	1.9	1.6	5.7	יחס חוב לתזרים מפעילות (OCF)
1.6	1.3	3.0	3.7	כיסוי ריבית

ilA+/Negative ilAA-/Negative ilA+/Negative ilAA-/Stable

דירוג מעלת

**IV) חוב פיננסי, נטו**

החוב הפיננסי, נטו כולל בחובו יתרות חוב לתאגידים הבנקאיים, מחזיקי אגרות החוב הסחירות והבלתי סחירות וההתחייבות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות, בניכוי מזומנים ושווי מזומנים והשקעות פיננסיות נזילות.

<b>חוב פיננסי, נטו (ע"פ מתודולוגיית MNS)</b>	
114	אשראי לז"ק וחלויות שוטפות של הלוואות לז"א ואג"ח
15	הלוואות לזמן ארוך מבנקים
2,488	אגרות חוב
153	אחרות
<u>101</u>	הטבות נטו לעובדים בניכוי זכות השבה בגין הטבות לעובדים
<b>2,871</b>	<b>סה"כ התחייבויות פיננסיות</b>
286	מזומנים ושווי מזומנים
0	השקעות לזמן קצר
<u>327</u>	בטוחות סחירות
<b>613</b>	<b>סה"כ נכסים פיננסיים</b>

**חוב פיננסי, נטו נכון ל- 30.6.2013**

**2,258**

**V) ערך הספרים של נכסי הפירמה**

2,258	הון חוזר, נטו	-272	חוב פיננסי, נטו
1,158	נכסים תפעוליים, נטו (רכוש קבוע)	2,522	הון עצמי
	נכסים בלתי מוחשיים, נטו	781	
	נדל"ן להשקעה	385	
<b>3,416</b>	<b>ערך הספרים של נכסי הפירמה</b>	<b>3,416</b>	<b>ערך הספרים של נכסי הפירמה</b>

**ד) הערכת השווי**

**1. מתודולוגיה**

בעבודתנו בחרנו להעריך את שווי שופרסל לתאריך 30.6.2013 בשיטת זרמי המזומנים המהווים (DCF). את פרטי השיטה ניתן לראות בספרו של Damodaran שכותרתו Corporate Finance בהוצאת Wiley.

**2. העובדות, ההנחות החשובים והתחזיות עליהן מתבססת הערכת השווי**

הערכת שווי שופרסל נעשתה על פי אומדן שווי האקוויטי של שופרסל, המבוסס על אומדנים מתוך הערכת השווי הקודמת שנערכה בחודש מאי 2013 על ידי מעריכי השווי מחברת MNS.

נלקח אומדן גידול מכירות ריאלי של 0.6% הנו אומדן שמרני וזהיר לגבי אופק השוק.

התקופה שנלקחה בהערכת השווי הנה 5 שנים כמקובל.

תחזית המכירות של שופרסל (מיליוני ₪)

ואילך	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
מכירות	11,932	11,796	11,662	11,599	11,566	11,571	
שיעור צמיחה	1.2%	1.1%	0.5%	0.3%	0.0%		

תחזית ה- EBITDA של שופרסל (מיליוני ₪)

	2017	2016	2015	2014	2013	2012	
EBITDA	776	743	712	685	660	643	

תחזית תזרימי המזומנים נערכה בשי"ח בערכים צמודי מדד.



בעבודה נקבע שיעור הון עצמי של 55% המהווה אומדן זהיר ליעד המטרה של סלקום למועד תאריך הערכת השווי.

Re – עלות ההון עצמי מבוססת על מודל CAPM:

$$Re = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + ARP$$

Rf – הריבית חסרת הסיכון בשיעור 2.62% נקבעה לפי המקובל בחשבונאות כריבית ארוכת טווח ל- 28 שנה לפי ציטוטי Bizportal לתאריך 30/06/2013.

(Rm – Rf) – פרמיית הסיכון הממוצעת המאפיינת את השוק הישראלי, שער הפרמיה שנקבע הינו 7.08%.

$\beta$  – הביטא של החברה משקפת את מידת הסיכון השיטתי הקיים בה. למרות שמניית סלקום נסחרת חישבנו ממוצע של ביטאות של חברות ציבוריות הפועלות בתחום תקשורת – התהליך כלל חישוב הביטא הלא ממונפת של כל חברה, ומינוף בהתאם לשיעור המינוף של החברה. ערך הביטא שנקבע הנו 0.86.

ARP – פרמיית סיכון נוספת בגין קוטנה של החברה, שער הפרמיה נקבע ל- 1.85%.

חישוב Re:

$$Re = 2.62\% + 0.86 \times 7.08\% + 1.85\% = 15.56\%$$

**CAPM= 15.6%**

3. שיעורי ההון שנעשה בהם שימוש בהערכת השווי הסיבות לבחירה והתחשיב לפיו חושבו

נוסחת ה-WACC אינה לוקחת בחשבון את מבנה ההון העכשווי של שופרסל אלא את מבנה הון המטרה (Target Debt Equity Ratio) של שופרסל. מבנה ההון העכשווי של שופרסל או מבנה ההון של שופרסל בתקופות קודמות או מבנה ההון של חברות דומות אחרות יכולים להוות אינדיקציה ליחס החוב אליו שואפת שופרסל.

החישובים שנערכו מעריכים כי מבנה הון המטרה הנו כ- 45% חוב ו- 55% הון עצמי. בהנחה שהיינו מחשבים את מבנה הון המטרה לפי יחס של 50% חוב ו- 50% הון עצמי הרי שהיינו מקבלים מחיר הון לאחר מס נמוך יותר ושווי לאחר מס גבוה יותר. ר. ושווי לאחר מס גבוה יותר.

מרכיבי נוסחת שיעור ההיוון (Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = Rd \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + Re \times \frac{E}{D + E}$$

Rd – עלות ההון הזר של שופרסל, הינו בהתאם לתשואות אג"ח צמודות מדד בדירוג זהה לדירוג החוב של שופרסל לתקופה ארוכה ובסה"כ 4.8%.

Re – עלות ההון העצמי (תשואה הנדרשת על ידי בעל המניות).

T – מס סטטוטורי 26.5%.

D/(E+D) – משקל החוב כאשר D, סה"כ ההון הזר של החברה, חושב לפי ערך השוק ליום 31.03.2013 ו-E, סה"כ ההון העצמי של החברה, חושב לפי ערך שוק ליום 31.03.2013. לפיכך, משקל החוב הוא 45% בקרוב.

E/(E+D) – משקל ההון העצמי הוא 55% בקרוב.



**חישוב שיעור ההון-WACC לאחר מס**

מחיר ההון המשוקלל אחרי מס של שופרסל בהרכב של 45% חוב ו- 55% הון עצמי הנו 7.4%.

$$WACC = 4.8\% \times (1-0.265) \times 45\% + 15.6\% \times 55\%$$

**WACC= 7.4%**

**מחיר ההון המשוקלל של שופרסל לאחר מס**

**בהרכב של כ- 45% חוב ו- 55% הון עצמי הנו 7.4%**

**הערכת שווי אקוויטי בשיטת DCF (במיליוני ש"ח)**

אומדן 2012	צפי 2013	צפי 2014	צפי 2015	צפי 2016	צפי 2017	צפי שאריות
11,600	11,566	11,599	11,662	11,796	11,932	12,004
	-0.3%	0.3%	0.5%	1.1%	1.2%	0.6%
8,639	8,641	8,654	8,690	8,779	8,868	8,915
2,961	2,925	2,945	2,972	3,017	3,064	3,089
25.5%	25.3%	25.4%	25.5%	25.6%	25.7%	25.7%
2,557	2,530	2,535	2,543	2,569	2,599	2,597
404	395	410	429	448	465	492
3.5%	3.4%	3.5%	3.7%	3.8%	3.9%	4.1%
91	15	109	114	119	123	130
22.5%	3.8%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%
313	380	301	315	329	342	362
268	265	275	283	295	311	289
241	478	423	334	325	287	289
	-17	1	-23	-25	-1	-1
316						
-132		152	287	324	367	363
0.25		1.00	2.00	3.00	4.00	
7.4%	1.0182	1.0741	1.1537	1.2394	1.3312	0.0681
-130		142	249	262	276	4,001
4,799						
385						
2,258						
2,926						
643	660	685	712	743	776	781
5.5%	5.7%	5.9%	6.1%	6.3%	6.5%	6.5%



**ניתוח רגישות להשפעה על האקוויטי כתוצאה משינוי ב- Perpetuity**

**ניתוח רגישות להשפעה על האקוויטי כתוצאה משינוי ב- WACC**

Perpetuity - 0.3%		Perpetuity + 0.3%	
אמ"ד	אמ"ד	אמ"ד	אמ"ד
2012	2013	2014	2015
363	367	324	287
4,00	3,00	2,00	1,00
0,0714	1,3312	1,1394	1,1577
3,832	276	262	249
4,630			
385			
2,258			
2,757			
30.6.2013			

Perpetuity - 0.6%		Perpetuity + 0.6%	
אמ"ד	אמ"ד	אמ"ד	אמ"ד
2012	2013	2014	2015
363	367	324	287
4,00	3,00	2,00	1,00
0,0714	1,3312	1,1394	1,1577
3,677	276	262	249
4,475			
385			
2,258			
2,602			
30.6.2013			

WACC * (1-2%)		WACC * (1+2%)	
אמ"ד	אמ"ד	אמ"ד	אמ"ד
2012	2013	2014	2015
363	367	324	287
4,00	3,00	2,00	1,00
0,0714	1,3312	1,1394	1,1577
4,112	277	263	250
4,914			
385			
2,258			
3,041			
30.6.2013			

WACC * (1-4%)		WACC * (1+4%)	
אמ"ד	אמ"ד	אמ"ד	אמ"ד
2012	2013	2014	2015
363	367	324	287
4,00	3,00	2,00	1,00
0,0714	1,3312	1,1394	1,1577
4,229	279	264	250
5,024			
385			
2,258			
3,161			
30.6.2013			

שוי אקוויטי	Perpetuity
3,313	Perpetuity + 0.6%
3,110	Perpetuity - 0.3%
<b>2,926</b>	<b>Perpetuity + 0%</b>
2,757	Perpetuity - 0.3%
2,602	Perpetuity - 0.6%

שוי אקוויטי	WACC
2,710	WACC * (1+4%)
2,816	WACC * (1+2%)
<b>2,926</b>	<b>WACC + 0%</b>
3,041	WACC * (1-2%)
3,161	WACC * (1-4%)

**4. שוי שוק**

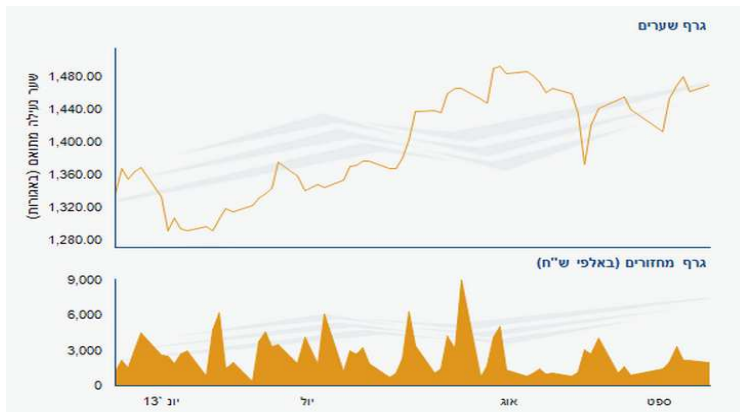
שבנו ובחנו את שוי השוק של שופרסל בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית שופרסל בתקופה האמורה. שוי השוק של שופרסל הסתכם בחצי השנה אשר קדמה למועד עבודתנו בטווח של 3,168 – 2,364 מיליון שקלים חדשים (בשנה החודשים אשר קדמה למועד עבודתנו הסתכם שוי זה בטווח של 3,168 – 2,057 מיליון שקלים חדשים, בשנה וחצי אשר קדמו למועד עבודתנו הסתכם שוי זה בטווח של 3,168 – 1,848 מיליון שקלים חדשים ובשנתיים אשר למועד עבודתנו הסתכם שוי זה בטווח של של 3,830 – 1,848 מיליון שקלים חדשים). למועד עבודנו עומד שוי השוק של שופרסל על כ- 3,119 מיליון שקלים.



להלן גרף שווי השוק של שופרסל לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו  
(במיליון שקלים חדשים):



להלן גרף מניית שופרסל לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו:



המסחר במניות סלקום מתאפיין בסחירות גבוהה, כדלקמן:

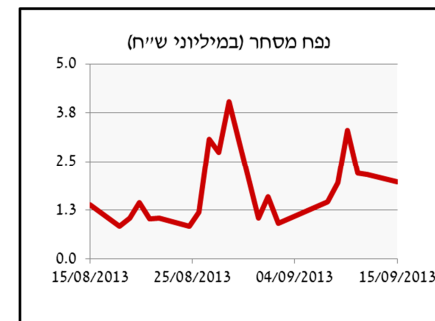
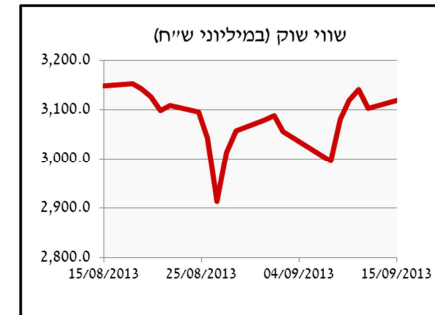
**נתוני סחירות לשנתיים שנתיים ב- 15 בספטמבר 2013**

	מספר עסקאות יומיות
Average	266
Max	1,289
0	ימים ללא מסחר כלל:
0.00%	באחוזים מסך ימי המסחר:
3,167,465	מחזור מסחר יומי ממוצע (ש"ח):
117.57%	באחוזים משווי שוק ממוצע:
260,303	מחזור מסחר יומי ממוצע (יחידות):
0.12%	באחוזים מסך הון רשום למסחר ממוצע:

בשל סחירות גבוהה זו, מחירי המניות בשוק אינם צפויים להציג שינויים מהותיים בין שווי החברה הפנימי, המשתקף מתזרימי המזומנים הצפויים שלה, מהוונים בשיעור היוון סביר, לבין מחיר מנייתה בבורסה.



בנוסף בחנו את המחיר הממוצע ל- 30 יום שקדמו למועד ההערכה.



להלן קומץ נתונים סטטיסטיים של המדגם שנלקח:

תמצית סטטיסטית	
נמוך	2,913.3
ממוצע	3,083.9
חציון	3,096.8
גבוה	3,153.0

ממוצע שווי השוק של שופרסל בבורסה לניירות ערך בתל אביב ב- 30 הימים שקדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית שופרסל בתקופה האמורה נאמד בכ- 3,083.9 מיליוני ש"ח וקרוב יחסית לחציון שהינו כ- 3,096.8 מיליוני ש"ח. שווי השוק המקסימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 3,153.0 מיליוני ש"ח ושווי השוק המינימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 2,913.3 מיליוני ש"ח.

#### 5. סיכום תוצאת הערכת השווי

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת שופרסל בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 2,838-3,013 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 2,926 מיליון שקלים חדשים).

בעבודתנו בחרנו עבור שליטת דסק"ש בשופרסל פרמיה של 10%.

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי כלכלי שופרסל פרמיית שליטה
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
מיליוני ש"ח	מיליוני ש"ח		מיליוני ש"ח	מיליוני ש"ח	
1,339	1,422	47.20%	2,838	3,013	שווי כלכלי שופרסל פרמיית שליטה
10.0%	10.0%				שווי חלק דסק"ש בשופרסל
<b>1,473</b>	<b>1,565</b>				

#### 6. התייחסות להערכת השווי של MNS

בהערכת השווי הקודמת שנערכה בחודש מאי 2013 על ידי מעריכי השווי מחברת MNS, לצורך הערכת שווייה של שופרסל נעשה שימוש בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows) לפיה, שווי הכלכלי של נכס נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגינו. בגישה זו ניתן להעריך את הפעילות העסקית כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), בין היתר



באמצעות עריכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה והערכת סביבת הסיכון בה היא פועלת.

להלן השוואת תוצאות הערכת שווי חלקה של דסק"ש בשופרסל (כולל פרמיית שליטה) כפי שהוערכו על ידי מערכי השווי של חברת MNS ייעוץ ל- 31.05.2013 ובעבודתנו ל- 30.6.2013 :

MNS		שווי פנימי		שיטת ההערכה מתודולוגיה
נמוך	גבוה	נמוך	גבוה	
DCF		DCF		
ע"ב דוחות 31.3.2013		ע"ב דוחות 30.6.2013		
<i>מיליוני ש"ח</i>				
<u>1,538</u>	<u>1,640</u>	<u>1,473</u>	<u>1,565</u>	שווי חלק דסק"ש בשופרסל

ההפרש	ההפרש	MNS	שווי פנימי	
%		(במיליוני ש"ח)		
-5%	-75	1,640	1,565	גבוה
-4%	-65	1,538	1,473	נמוך

---

פרק שישי – הערכת שווי כור

6. הערכת שווי כור

(א) כללי

כור<sup>2</sup> מחזיקה בכ- 40.0% מהון חברת מכתשים אגן-תעשיות בע"מ (להלן: "מכתשים אגן"), בכ- 12.6% מ- Credit Suisse Group AG (להלן: "קרדיט סוויס"), בכ- 68.755 מהון חברת אפסילון בית השקעות בע"מ (להלן "אפסילון"), בכ- 97.5% מהון חברת Microwave Networks Inc. (להלן: "MNI"), בכ- 12.19% מהון קרן Credit Suisse Emerging Markets Credit Opportunity Fund L.P (להלן: "קרן EMCO"), בכ- 100% מהון שותפות כור הון סיכון (להלן: "קרן כור הון סיכון"), בכ- 3.4% מהון קרן ההשקעות Indivision India Partners (להלן: "קרן Indivision"), בכ- 23.8% מהון קרן ההשקעות Mustang Mezzanine (להלן: "קרן מוסטנג"), בכ- 10% מהון חברת טלרד החזקות בע"מ (להלן: "טלרד") ובכ- 100% נכסי נדל"ן להשקעה.

(ב) מיזוג משולש אופקי

בראשית אוגוסט החליטו חברת השקעות דיסקונט בע"מ (להלן: "דסק"ש") וכור לפעול למיזוג בדרך של מיזוג משולש הופכי, במסגרתו חברת-בת ייעודית בבעלות מלאה (100%) של דסק"ש בשם דסק"ש-מיזוג 2013 בע"מ (להלן: "דסק"ש-מיזוג") תתמוג עם ולתוך כור ולאחר מכן תתחשל, ובמקביל לכך יירכשו במזומן, באמצעות אמצעים הכספיים של כור, כל מניות כור המוחזקות על ידי בעלי המניות מקרב הציבור ופיתוח (להלן ביחד: "מניות המיעוט"). בעקבות עסקת המיזוג שיעור ההחזקה של דסק"ש בכור יעלה מכ- 67.4% ל- 100%. להלן יפורט מתווה העסקה ביתר הרחבה.

במסגרת הסכם המיזוג, הסכימו הצדדים על שווייה של כור ליום 30 ביוני 2013 בסך של 3,031.5 מיליוני ש"ח. שווי זה נקבע ע"פ הערכות שווי שהוזמנו על ידי שתי החברות ולאחר מכן מו"מ שהתקיים ביניהן, על בסיס הערכות שווי אלו. שווי זה היווה פרמיה של כ- 20% על מחיר השוק של מניות כור. הערכת השווי עבור כור

נערכה ע"י דלויט שירותי ייעוץ כלכלי (1986) בע"מ, ואילו הערכת השווי עבור דסק"ש נערכה ע"י ואדים פורטנוי ייעוץ עסקי בע"מ.

דלויט		ואדים פורטנוי		שיטת ההערכה
נמוך	גבוה	נמוך	גבוה	
NAV		NAV		
מיליוני ש"ח				
<u>2,912</u>	<u>3,151</u>	<u>2,846</u>	<u>3,089</u>	שווייה של כור

הטווח החופף של שתי הערכות השווי הינו 3,089 - 2,912 מיליוני ש"ח (ובתוחלת כ- 3,000.5 מיליוני ש"ח). נציין כי שווי כור שהוסכם בין הצדדים במו"מ גבוה בכ- 1% מהתוחלת האמורה, המייצג לדעתנו עלויות רכישה נורמטיביות.

<sup>2</sup> למען הנוחות תכונה "כור" ביחד עם חברות הבנות שלה, שדו"חותיהן הכספיים מאוחדים עם דו"חותיה.



נכסיה והתחייבויותיה העיקריים של כור, נכון לדוחותיה הכספיים ליום 30.6.2013 ולשווי כור שהוסכם בין הצדדים במו"מ, כוללים:

ריבז שווי כור 30.6.2013	
מזומן	1,760
החזקה במניות קרדיט סוויס	2,972
החזקה במניות מכתשים אגן	666
החזקה באפסילון	92
החזקה ב-MNI	4
החזקה בקרן EMCO	63
קרן כור הון סיכון	51
החזקה בקרן Indivision	64
החזקה בקרן מוסטנג	42
החזקה במניות טלרד	N/A
נדל"ן להשקעה	77
נכסים והתחייבויות אחרים, נטו	-2
<b>סה"כ נכסים והשקעות, נטו</b>	<b>5,788</b>
הלוואות נון רקורס כנגד מניות קרדיט סוויס	-1,307
התחייבות בגין עסקת כמצ'יינה	0
איגרות חוב לציבור	-1,437
עלות המטה	-12
<b>שווי אקוויטי כור 30.6.2013</b>	<b>3,031.5</b>

במסגרת העסקה, תבוצענה הפעולות הבאות בנכסים והתחייבויות הנ"ל:

(I) לגבי איגרות חוב לציבור, כור תפקיד בפקידון בנקאי שחלקו צמוד מדד וחלקו שקלי שישעבד לטובת מחזיקי האג"ח את מלוא הסכומים הדרושים לכיסוי התזרימים בגין אגרות החוב, הכוללים תשלומי קרן וריבית עתידיים עד למועדי הפירעון הסופיים של אגרות החוב, בסכום כולל של 1,495 מיליוני ש"ח.

(II) כור תממש חלק מאחזקותיה בקרדיט סוויס. לצורך חוות הדעת הונח כי המימוש ייעשה כך שלאחריו: (1) יתרת המזומנים שבידי כור תעמוד על סך של 2,787 מיליוני ש"ח לכל הפחות; ו-(2) השווי בש"ח של יתרת מניות קרדיט סוויס שבידי כור (נטו, בניכוי יתרת הלוואות קרדיט סוויס ועמלות המימוש הצפויות בגינן), בתוספת הסכום הנזכר בפסקה (1) לעיל, לא יפחת מ- 3,129 מיליוני ש"ח. לחילופין, יתרת המזומנים שבידי כור לאחר מימוש החזקותיה במניות קרדיט סוויס לא תפחת מ- 2,980 מיליוני ש"ח.

(III) מניות המיעוט בכור תירכשנה במועד השלמת העסקה מתוך אמצעייה הכספיים של כור, לפי מהשווי של הון כור, שהוסכם במו"מ בין הצדדים בסך 3,031.5 מיליוני ש"ח (בכפוף למנגנון ההתאמה לשווי מניות קרדיט סוויס במועד השלמת העסקה) ובתוספת ריבית החל מתום 6 חודשים ממועד ההסכם.

(IV) כתוצאה מהעסקה, כלל נכסי כור שיישארו לאחר ביצוע המיזוג ההופכי המשולש, יהיו חלק מהחברה הממוזגת. יתרת המזומנים (למעט סך של כ- 255 מיליון ש"ח) והחזקות בקרדיט סוויס (ביחד עם הלוואות נון ריקורס בגין המניות) שיוותרו בכור לאחר כל האמור לעיל, יחולקו לדסק"ש בהתאם לאישור שיתקבל מבית המשפט לביצוע חלוקה שאינה מקיימת את מבחן הרווח.

(V) ככל שבמהלך התקופה שבין מועד חתימת ההסכם לבין מועד השלמת העסקה יבוצע פירעון של אגרות החוב של כור על פי תנאיהן או תבוצע חלוקת דיבידנד לבעלי מניות כור יקטנו הסכומים האמורים בהתאמה.

#### (ג) הערכת השווי

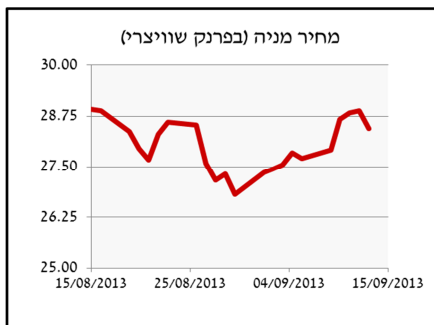
##### 1. מתודולוגיה

בעבודתנו קבענו את שווי כור לתאריך 15.9.2013 על פי השווי הגלום בעסקת מיזוג משולש הופכי, קרי 3,031.5 מיליוני ש"ח, בהתאמה לשווי מניות קרדיט סוויס בהתאם להסכם המיזוג ונכון ל- 15.9.2013. התאמת לשווי החזקות קרדיט סוויס ליום 15.9.2013 (החזקות ירדו מ- 1.97% ל- 1.26%).





בנוסף בחנו את המחיר הממוצע ל- 30 יום שקדמו למועד ההערכה.



להלן קומץ נתונים סטטיסטיים של המדגם שנלקח:

תמצית סטטיסטית	
26.82	נמוך
28.04	ממוצע
27.94	חציון
28.92	גבוה

## 2. שווי קרדיט סוויס

קרדיט סוויס הינה חברה ציבורית שוויצרית אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסת שוויץ וה- American Depository Receipts (ADR) שלה רשומות למסחר בבורסת ניו יורק. קרדיט סוויס הינה ספקית שירותים פיננסיים מהמובילים בעולם, אשר מציעה ללקוחותיה שירותים פיננסיים באמצעות חטיבת הבנקאות הפרטית וניהול עושר וחטיבת הבנקאות להשקעות.

להלן תחשיב שווי ההחזקה של כור במניות קרדיט סוויס נכון ל- 15.9.2013 (בסוף היום):

### החזקה במניות קרדיט סוויס ל- 15.9.2013:

20.06	מניות מוחזקות (במיליונים)
28.45	מחיר המניה (בפר"ש) נכון ל- 15.9.2013
3.8294	שע"ח שקל-פרנק שוויצרי ל- 15.9.2013
108.95	מחיר המניה (בש"ח)
2,185	שווי החזקות לפני עמלת מימוש (במיליוני ש"ח)
-2	בניכוי עמלת מימוש של 0.1% (במיליוני ש"ח)
2,183	שווי החזקות לאחר עמלת מימוש (במיליוני ש"ח)
1,197	בתוספת תמורה ממימוש חלקי של החזקות
<b>3,380</b>	סה"כ החזקה במניות קרדיט סוויס ל- 15.9.2013

המסחר במניות כור מתאפיין בסחירות גבוהה, כדלקמן:

### נתוני סחירות לשנתיים שנתיים ב- 15 בספטמבר 2013

מספר עסקאות יומיות	
Average	Max
117	750
0	ימים ללא מסחר כלל:
0.00%	באחוזים מסך ימי המסחר:
1,866,027	מחזור מסחר יומי ממוצע (ש"ח):
81.41%	באחוזים משווי שוק ממוצע:
40,250	מחזור מסחר יומי ממוצע (יחידות):
0.08%	באחוזים מסך הון רשום למסחר ממוצע:

בשל סחירות גבוהה זו, מחירי המניות בשוק אינם צפויים להציג שינויים מהותיים בין שווי החברה הפנימי, המשתקף מתזרימי המזומנים הצפויים שלה, מהוונים בשיעור היוון סביר, לבין מחיר מנייתה בבורסה.

ממוצע מחיר מניית קרדיט סוויס בבורסה בשוויץ (Virt-X Level 1) ב- 30 הימים שקדמו למועד עבודתנו, עמד על 28.04 פרנק שוויצרי מיליוני וקרוב יחסית לחציון שהינו כ- 27.94 פרנק שוויצרי. מחיר המניה המקסימלי בתקופה האמורה עמד על 28.92 פרנק שוויצרי ומחיר המניה המינימלי בתקופה האמורה עמד על 26.82 פרנק שוויצרי.

### 3. שווי הוגן כור

בעבודתנו קבענו את שווי כור לתאריך 15.9.2013 על פי השווי הגלום בעסקת 'מיזוג משולש הופכי', קרי 3,031.5 מיליוני ש"ח, בהתאמה לשווי מניות קרדיט סוויס בהתאם להסכם המיזוג ונכון ל- 15.9.2013. התאמת לשווי החזקות קרדיט סוויס ליום 15.9.2013 (ההחזקות ירדו מ- 1.97% ל- 1.26%).

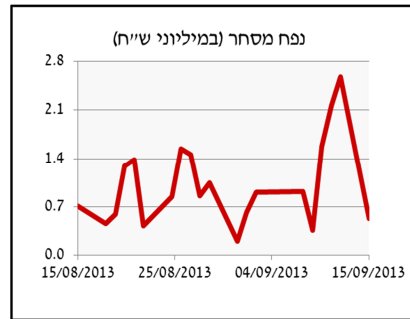
### שווי אקוויטי כור ל- 15.9.2013:

3,031.5	השווי של אקוויטי, שהוסכם במו"מ בין הצדדים
-2,972	בניכוי החזקה במניות קרדיט סוויס נכון ל- 30.6.2013
3,380	בתוספת החזקה במניות קרדיט סוויס נכון ל- 30.6.2013
<b>3,439</b>	<b>סה"כ שווי אקוויטי כור ל- 15.9.2013</b>

### 4. שווי שוק כור

שבנו ובחנו את שווי השוק של כור בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית כור בתקופה האמורה. שווי השוק של כור הסתכם בחצי השנה אשר קדמה למועד עבודתנו בטווח של 3,388 – 2,307 מיליון שקלים חדשים (בשנה החודשים אשר קדמה למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 3,388 – 1,681 מיליון שקלים חדשים, בשנה וחצי אשר קדמו למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 3,388 – 1,240 מיליון שקלים חדשים ובשנתיים אשר למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 3,388 – 1,240 מיליון שקלים חדשים). למועד עבודנו עומד שווי השוק של כור על כ- 3,339 מיליון שקלים.

בנוסף בחנו את המחיר הממוצע ל- 30 יום שקדמו למועד ההערכה.



להלן קומץ נתונים סטטיסטיים של המדגם שנלקח:

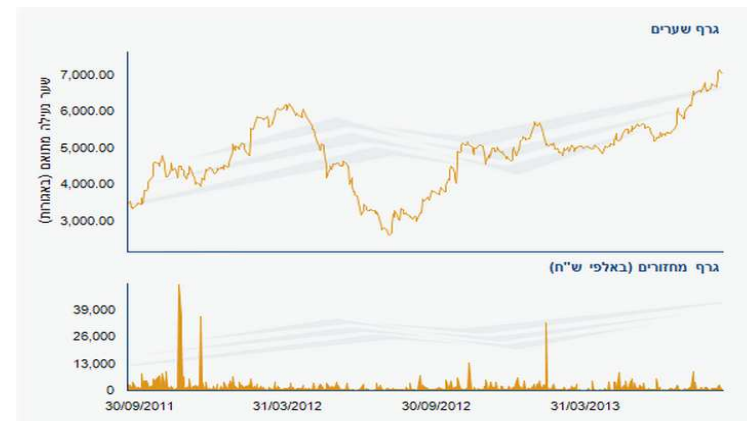
תמצית סטטיסטית	
3,089.6	נמוך
3,183.3	ממוצע
3,156.7	חציון
3,388.4	גבוה

ממוצע שווי השוק של כור בבורסה לניירות ערך בתל אביב ב- 30 הימים שקדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית כור בתקופה האמורה נאמד בכ-

להלן גרף שווי השוק של כור לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו (במיליון שקלים חדשים):



להלן גרף מניית כור לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו:



3,183.3 מיליוני ש"ח וקרוב יחסית לחציון שהינו כ- 3,156.7 מיליוני ש"ח. שווי השוק המקסימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 3,089.6 מיליוני ש"ח ושווי השוק המינימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 3,388.4 מיליוני ש"ח.

**5. סיכום תוצאת הערכת השווי**

**להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת כור תעשיות בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 3,340-3,522 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 3,431 מיליון שקלים חדשים).**

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי כור שהוסכם במי"מ בין הצדדים
גבוה	נמוך		גבוה	נמוך	
1,982	2,105	67.40%	2,941	3,122	שווי כור שהוסכם במי"מ בין הצדדים
-2,003	-2,003		-2,972	-2,972	בניכוי החזקה במניות קרדיט סוויס נכון ל- 30.6.2013
2,273	2,273		3,372	3,372	בתוספת החזקה במניות קרדיט סוויס נכון ל- 15.9.2013
<b>2,251</b>	<b>2,374</b>		<b>3,340</b>	<b>3,522</b>	<b>שווי חלק דיסקונט השקעות כור</b>
<b>448</b>	<b>472</b>	13.40%			<b>שווי חלק אי.די.בי פיתוח כור</b>

**6. התייחסות להערכת השווי של MNS**

בהערכת השווי הקודמת שנערכה בחודש מאי 2013 על ידי מעריכי השווי מחברת MNS, לצורך הערכת שווייה של כור נעשה שימוש בשיטת השווי הנכסי הנקי (NAV-Net Asset Value), אשר מתאימה את ערכי הנכסים וההתחייבויות של הקבוצה הנאמדת לשוויים הכלכלי ההוגן, בניכוי השפעת מסים נדחים והנהלה וכלליות. לצורך קביעת שווייה של חברת מכתשים אגן נעשה שימוש בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows) לפיה, שווי הכלכלי של נכס נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגינו. בגישה זו ניתן להעריך את הפעילות העסקית כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים

(לרבות מוניטיון), בין היתר באמצעות עריכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה והערכת סביבת הסיכון בה היא פועלת. לצורך קביעת שווייה של קרדיט סוויס נעשה שימוש בשיטת שווי השוק לפיה, שווי הכלכלי של נכס הינו שווי השוק הממוצע של ב- 30 הימים שקדמו למועד החישוב וזאת מתוך רצון להימנע מימים דלי סחירות ומסטייות מקריות בשווי.

להלן סיכום תוצאות הערכת שווי חלקה של דסק"ש בכור (ללא פרמיית שליטה) כפי שהוערכו על ידי מעריכי השווי של חברת MNS ייעוץ ל- 30.05.2013 :

MNS		שווי פנימי		שיטת הערכה
נמוך	גבוה	נמוך	גבוה	
NAV		שווי עסקה		מתודולוגיה
DCF למכתשים אגן ושווי שוק לקרדיט סוויס		השווי שהוסכם + התאמות		
מיליוני ש"ח		מיליוני ש"ח		שווי כור
<b>3,685</b>	<b>3,750</b>	<b>3,340</b>	<b>3,522</b>	

בעבודתנו נעשה שינוי במתודולוגיה ששימשה להערכת שווייה הכלכלי הפנימי (Intrinsic Value) של כור. כאמור לעיל, לצורך הערכת שווייה של כור ברבעון הקודם נעשה שימוש בשיטת היוון תזרימי המזומנים עבור מכתשים אגן ובשיטת שווי השוק עבור קרדיט סוויס. מאחר ונכון למועד עבודתנו בוצע מיזוג בין כור לדסק"ש ובמסגרתו נקבע במי"מ בין הצדדים שווי הוגן לכור (קרי, שווי בעסקה בין קונה מרצון ומוכר מרצון, כאשר אף צד אינו פועל תחת מגבלה או לחץ, כששני הצדדים פועלים באופן רציונלי, מכירים באופן סביר את כל העובדות, כל צד הזמין הערכת שווי ממעריך שווי בלתי תלוי וכאשר כל צד מבקש להשיא את תועלתו הכלכלית) והואיל ולוחות הזמנים לביצוע עבודתנו הינם קצרים יחסית לאלו שהוקצבו למעריך השווי החיצוני - הרי שלהערכתנו שווי זה בתוספת התאמות לשווי החזקות כור בקרדיט סוויס מהווה אמדן מייצג לשווי כור נכון למועד עבודתנו.



להלן השוואת תוצאות הערכת שווי חלקה של פיתוח בכור (ללא פרמיית שליטה) כפי שהוערכו על ידי מעריכי השווי של חברת MNS ייעוץ ל- 31.05.2013 ובעבודתנו ל- 15.9.2013 :

<u>הפרש</u>	<u>ההפרש</u>	<u>MNS</u>	<u>שווי פנימי</u>	
%		(במיליוני ש"ח)		
-6%	-228	3,750	3,522	<b>גבוה</b>
-9%	-345	3,685	3,340	<b>נמוך</b>

---

## פרק שביעי – הערכת שווי נכסים ובנין

7. הערכת שווי נכסים ובנין

(א) כללי

נכסים ובנין<sup>3</sup> מחזיקה בבעלות מלאה (100%) בחברות הבת ישפרו חברה ישראלית להשכרת מבנים בע"מ (להלן: "ישפרו"), נוה-גד בנין ופיתוח בע"מ (להלן: "נוה-גד"), שיקאגו-Barney's (להלן: "Barney's") ו- ניו יורק- HSBC (להלן: "HSBC"). כמו כן, מחזיקה החברה בכ- 45.4% מהון חברת מהדרין בע"מ (להלן: "מהדרין"), בכ- 50.0% מהון חברת IDBG ובכ- 69.1% מהון חברת גב-ים לקרקעות בע"מ (להלן: "גב-ים").

(ב) תחומי פעילות

נכסים ובנין פועלת בשלושה מגזרי פעילות עיקריים:

- (I) **נכסים מניבים בישראל**- ניהול נכסים מניבים בהיקף של כ- 1,010,000 מ"ר הכוללים פארקים עסקיים, מסחר ותעשייה. כמו כן בבעלות החברה עתודות קרקע של כ- 800,000 מ"ר.
- (II) **פעילות בינלאומית**- ניהול נכסים מניבים בהיקף של כ- 247,000 מ"ר. עיקר הפעילות המניבה הינה בארה"ב – ניו יורק, שיקגו ולאס וגאס, כמו גם בניית פרויקטים למגורים בהודו ובארה"ב.
- (III) **בנייה למגורים בישראל**- החברה בונה כיום כ- 1,360 יחידות דיור בבעלות החברה עתודות קרקע לכ- 1,560 יחידות דיור. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2013 מכרה כ- 180 יחידות דיור.
- (IV) **חקלאות**- חברת הבת "מהדרין", הינה תאגיד העיבוד החקלאי הגדול ביותר בישראל ומעבדת כ- 52,000 דונם של פרדסים ומטעים, מתוכם כ- 14,000 דונם בבעלות החברה, בנוסף מהדרין הינה היצואנית מס' 1 של פרי הדר בישראל.

(ג) ניתוח דוחות כספיים

(I) תמצית דוחות רווח והפסד

H1/2013	H1/2012	2012	2011	
<i>מיליוני ₪</i>				
755	1,044	1,228	535	הכנסות
-317	-349	-500	-380	הוצאות תפעוליות
438	695	728	155	רווח תפעולי (EBIT)
58.0%	66.6%	59.3%	29.0%	
-149	-172	-304	-296	הוצאות מימון, נטו
289	523	424	-141	רווח לפני מס
-102	-224	-232	-252	מסים על הכנסה
187	299	192	-393	רווח נקי
24.8%	28.6%	15.6%	-73.5%	
441	699	737	163	EBITDA
58.4%	67.0%	60.0%	30.5%	

<sup>3</sup> למען הנוחות תכונה "נכסים ובנין" ביחד עם חברות הבנות שלה, שדו"חותיהן הכספיים מאוחדים עם דו"חותיה.

מיליארד ₪, מה שמביא את יתרות החוב הפיננסי, נטו, לסך של כ- 7.85 מיליארד ₪.

### ניתוח יחסים פיננסיים

מקובל לעשות שימוש ביחסים שבין פרמטרים לבחינת מצבה של חברה. קיימות שתי דרכים לבחינת איתנותה הפיננסית של חברה באמצעות יחסים פיננסיים: האחת הינה שיטת נתוני חתך רוחב (cross-section), קרי באמצעות השוואת הפרמטרים הפיננסיים העיקריים שלה ביחס לחברות התואמות בקירוב לפעילות ולהיקף החברה; השנייה היא שיטת נתוני זמן (time series) על ידי השוואת ערכי היחסים כשלעצמם. מפאת הזמן, בחרנו להשתמש בשיטה השנייה.

H1/2013	H1/2012	2012	2011	
58.0%	66.6%	59.3%	29.0%	שיעור רווח תפעולי (EBIT)
58.4%	67.0%	60.0%	30.5%	שיעור EBITDA
1.6	1.9	1.5	1.1	יחס שוטף
55.7%	53.2%	54.1%	60.8%	שיעור מינוף (מסך הנכסים)
86.2%	90.7%	86.5%	89.0%	שיעור חוב משווי פעילות (EV)
17.9	10.9	10.1	48.6	יחס חוב לרווח תפעולי (EBIT)
17.8	10.9	9.9	46.2	יחס חוב ל- EBITDA
2.7	4.2	1.5	0.5	כיסוי ריבית

דירוג מעלות ilA/Stable ilA/Stable ilA/Negative ilA/Negative

### (III)

30/06/2013	30/06/2012	31/12/2012	31/12/2011	
מיליוני ₪				
				<b>נכסים שוטפים</b>
1,986	2,573	2,409	1,266	מזומנים, שווי מזומנים, השקעות
199	172	182	99	לקוחות וחייבים אחרים
1,789	871	533	704	נכסים שוטפים אחרים
<b>3,974</b>	<b>3,616</b>	<b>3,124</b>	<b>2,069</b>	<b>סה"כ נכסים שוטפים</b>
				<b>נכסים שאינם שוטפים</b>
117	116	118	114	רכוש קבוע נכסים בלתי מוחשיים
8,673	8,861	8,875	8,491	נדל"ן להשקעה
1,332	1,692	1,400	1,708	נכסים שאינם שוטפים אחרים
<b>10,122</b>	<b>10,669</b>	<b>10,393</b>	<b>10,313</b>	<b>סה"כ נכסים שאינם שוטפים</b>
<b>14,096</b>	<b>14,285</b>	<b>13,517</b>	<b>12,382</b>	<b>סה"כ נכסים</b>
				<b>התחייבויות שוטפות</b>
1,534	1,153	1,374	1,130	אגרות חוב, הלוואות ואשראי
347	354	277	319	ספקים וזכאים אחרים
664	366	379	380	התחייבויות שוטפות אחרות
<b>2,545</b>	<b>1,873</b>	<b>2,030</b>	<b>1,829</b>	<b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>
				<b>התחייבויות שאינן שוטפות</b>
8,305	9,018	8,353	7,667	אגרות חוב, הלוואות ואשראי
989	935	915	747	התחייבויות שאינן שוטפות אחרות
<b>9,294</b>	<b>9,953</b>	<b>9,268</b>	<b>8,414</b>	<b>סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות</b>
				<b>הון עצמי</b>
1,174	1,429	1,165	1,125	סך הכל הון המיוחס לבעלים של החברה
1,083	1,030	1,054	1,014	זכויות שאינן מקנות שליטה
<b>2,257</b>	<b>2,459</b>	<b>2,219</b>	<b>2,139</b>	<b>סה"כ הון עצמי</b>
<b>14,096</b>	<b>14,285</b>	<b>13,517</b>	<b>12,382</b>	<b>סה"כ התחייבויות והון</b>

ההון העצמי של נכסים ובניין ליום ה- 30.06.2013 הסתכם בכ- 2.26 מיליארד ₪. מיותר לציין שלנכסים ובניין עודף נכסים על התחייבויות, המהווה אינדיקציה חיובית ליכולת הפירעון. החוב הפיננסי ברוטו של נכסים ובניין לבנקים ובעלי אגרות החוב לרבות דיבידנד לתשלום ליום ה- 30.06.2013 הסתכם בכ- 9.84 מיליארד ₪. כמו כן, נכון ליום ה- 30.06.2013 לנכסים ובניין יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בסך של כ- 1.99



(IV)

**חוב פיננסי, נטו**

החוב הפיננסי, נטו כולל בחובו יתרות חוב לתאגידים הבנקאיים, מחזיקי אגרות החוב הסחירות והבלתי סחירות וההתחייבות לתשלום דיבידנד בבעלי המניות, בניכוי מזומנים ושווי מזומנים והשקעות פיננסיות נזילות.

<b>חוב פיננסי, נטו (ע"פ מתודולוגיית MNS)</b>	
87	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים
1,447	חלויות שוטפות של הלוואות והתחייבויות אחרות לזמן ארוך
5588	אגרות חוב
2,488	התחייבויות לתאגידים בנקאיים ומוסדות כספיים
224	התחייבויות אחרות
8	הטבות לעובדים
<b>9,842</b>	<b>סה"כ התחייבויות פיננסיות</b>
512	מזומנים ושווי מזומנים
1,702	בטוחות סחירות
195	פקדונות והלוואות לזמן קצר
<b>2,409</b>	<b>סה"כ נכסים פיננסיים</b>

**חוב פיננסי, נטו נכון ל- 30.6.2013**

**7,433**

(V) **ערך הספרים של נכסי הפירמה**

7,433	חוב פיננסי, נטו	900	הון חוזר, נטו
2,257	הון עצמי	107	נכסים תפעוליים, נטו (רכוש קבוע)
		10	נכסים בלתי מוחשיים, נטו
		8,673	נדל"ן להשקעה
<b>9,690</b>	<b>ערך הספרים של נכסי הפירמה</b>	<b>9,690</b>	<b>ערך הספרים של נכסי הפירמה</b>

(ד) **הערכת השווי**

**1. מתודולוגיה**

בעבודתנו בחרנו להעריך את שווי נכסים ובניין לתאריך 15.9.2013 בשיטת שווי השוק. יתרונה החשוב של השיטה הוא שאין צורך לאמוד את זרם התקבולים העתידי נטו של החברה ולמצוא גורם היוון מתאים להוון הזרמים העתידיים כדי לקבל ערך נוכחי, היות שכל המידע הקיים בשוק, לרבות לעניין התחרות בענף, גורמי הסיכון והרגולציה הקיימת והצפויה, מגולם למעשה במחיר המניות של נכסים ובניין. מניות של נכסים ובניין, הנסחרות בשוק פעיל, נותנות אינדיקציה טובה מאוד לשווייה הכלכלי הפנימי ( Intrinsic Value) של נכסים ובניין. כך שבאופן פשוט יחסית, בהסתמך על נתוני השוק אנו יכולים להעריך את שווי החברה.

מאחר ולא ניתן לקבוע בוודאות מהן ההנחות המתאימות לביצוע הערכת שווי בשיטת הערך הנקי המותאם (ANPV), הידועה גם כשיטת היוון התזרימים (DCF) או לחילופין בשיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) אנו לוקחים אומדן שלהערכתנו משקף באופן טוב וסביר את הפרמטר הנכון באוכלוסייה.

**2. ניתוח שווי שוק נכסים ובניין**

להלן נתוני שווי השוק של נכסים ובניין לתקופה שבין 15.8.2013 – 15.9.2013 במיליוני ש"ח:

**שווי שוק נכסים ובניין לתקופה שבין 15.8.2013 – 15.9.2013**

תאריך	שווי שוק	תאריך	שווי שוק	תאריך	שווי שוק	תאריך	שווי שוק
15/9/13	1,403	8/9/13	1,321	28/8/13	1,307	21/8/13	1,396
12/9/13	1,398	3/9/13	1,313	27/8/13	1,288	20/8/13	1,395
11/9/13	1,418	2/9/13	1,316	26/8/13	1,350	19/8/13	1,400
10/9/13	1,386	1/9/13	1,344	25/8/13	1,379	18/8/13	1,416
9/9/13	1,350	29/8/13	1,338	22/8/13	1,399	15/8/13	1,421

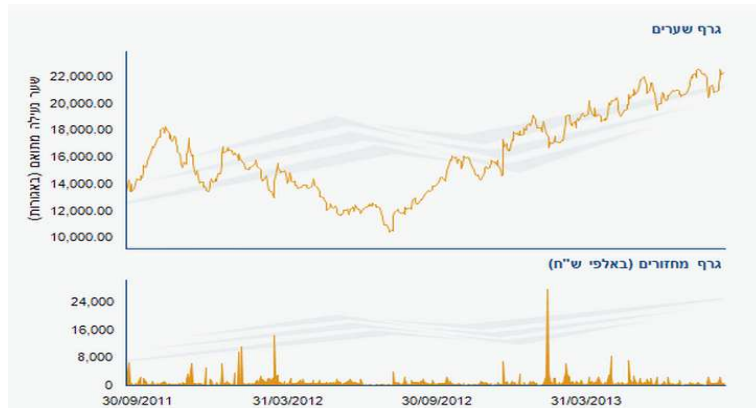
מקובל לקבוע מחיר ממוצע ב- 90 יום האחרונים כבסיס למחיר השוק בחברות עם סחירות נמוכה וסטיית תקן גבוהה. כמו כן ידועות לי הוראות תקנות ניירות



להלן גרף שווי השוק של נכסים ובניין לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו  
(במיליון שקלים חדשים):



להלן גרף מניית נכסים ובניין לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו:



ערך, לקבוע כבסיס את מחיר השוק הממוצע ל- 180 יום שקדמו למועד הערכת השווי<sup>4</sup>.

המסחר במניות נכסים ובניין מתאפיין בסחירות גבוהה, כדלקמן:

**נתוני סחירות לשנתיים שנתיים ב- 15 בספטמבר 2013**

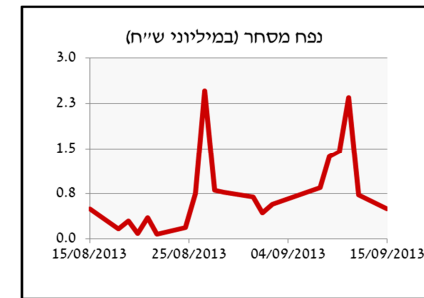
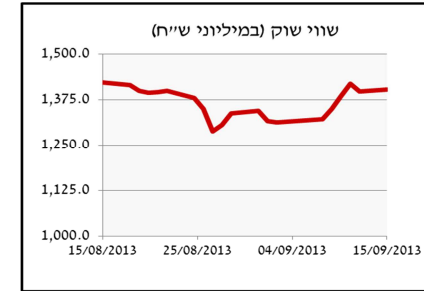
	מספר עסקאות יומיות
Average	84
Max	491
0	ימים ללא מסחר כלל:
0.00%	באחוזים מסך ימי המסחר:
980,334	מחזור מסחר יומי ממוצע (ש"ח):
0.09%	באחוזים משווי שוק ממוצע:
5,890	מחזור מסחר יומי ממוצע (יחידות):
0.09%	באחוזים מסך הון רשום למסחר ממוצע:

בשל סחירות גבוהה זו, מחירי המניות בשוק אינם צפויים להציג שינויים מהותיים בין שווי החברה הפנימי, המשתקף מתזרימי המזומנים הצפויים שלה, מהוונים בשיעור היוון סביר, לבין מחיר מנייתה בבורסה.

<sup>4</sup> ראה תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל – 1970, תוספת שלישית, סעיף 3ה'.



בעבודתנו בחרנו להשתמש במחיר הממוצע ל- 30 יום שקדמו למועד ההערכה זאת בעיקר עקב ההשפעה המהותית לפרסום הדוחות הכספיים ב- 14.8.2013 שהציגו ירידה בשווי נכסי החברה ובהתאמה בגובה ההון העצמי המאזני.



להלן קומץ נתונים סטטיסטיים של המדגם שנלקח:

תמצית סטטיסטית	
נמוך	1,287.9
ממוצע	1,366.9
חציון	1,382.4
גבוה	1,421.4

ממוצע שווי השוק של נכסים ובניין בבורסה לניירות ערך בתל אביב ב- 30 הימים שקדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית נכסים ובניין בתקופה האמורה נאמד בכ- 1,366.9 מיליוני ש"ח וקרוב יחסית לחציון שהינו כ- 1,382.4 מיליוני ש"ח. שווי השוק המקסימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 1,421.4 מיליוני ש"ח ושווי השוק המינימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 1,287.9 מיליוני ש"ח.

### 3. סיכום תוצאת הערכת השווי

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת נכסים ובניין בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 1,326-1,408 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 1,367 מיליון שקלים חדשים).

בעבודתנו בחרנו עבור שליטת דסק"ש בנכסים לבניין פרמיה של 10%.

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי שוק נכסים ובניין פרמיית שליטה
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
1,014	1,076	76.45%	1,326	1,408	שווי שוק נכסים ובניין פרמיית שליטה
10.00%	10.00%				שווי שוק חלק דסק"ש בנכסים ובניין
<b>1,115</b>	<b>1,184</b>				

### 4. התייחסות להערכת השווי של MNS

בהערכת השווי הקודמת שנערכה בחודש מאי 2013 על ידי מעריכי השווי מחברת MNS, לצורך הערכת שווייה של קבוצת נכסים ובניין נעשה שימוש בשיטת השווי הנכסי הנקי (NAV-Net Asset Value), אשר מתאימה את ערכי הנכסים וההתחייבויות בספרי כל אחת מחברות הקבוצה הנאמדות לשוויים הכלכלי ההוגן, בניכוי השפעת מסים נדחים והנהלה וכלליות. בקביעת שוויין של חברות הקבוצה, התבסס מעריך השווי החיצוני על שוויים ההוגן של



ההפרש	ההפרש	MNS	שווי פנימי	
%		(במיליוני ש"ח)		
-1%	-16	1,173	1,157	גבוה
-4%	-45	1,134	1,089	נמוך

נכסי הנדל"ן כהצגתם במאזן קבוצת נכסים ובניין ליום 31 במרץ 2013, פרט לנוה גד אשר הוערכה בשיטת מכפיל הרווח הגולמי של חברות ציבוריות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב הדומות במאפייניהן לפעילות החברה.

להלן סיכום תוצאות הערכת שווי חלקה של דסק"ש בנכסים ובניין (כולל פרמיית שליטה) כפי שהוערכו על ידי מעריכי השווי של חברת MNS ייעוץ ל- 31.05.2013 :

MNS		שווי פנימי		שיטת הערכה מתודולוגיה
נמוך	גבוה	נמוך	גבוה	
NAV		שווי שוק		
31.3.2013 דוחות ע"ב		15.9.2013 יום שקדמו ל- ע"ב דוחות 31.3.2013		
מיליוני ש"ח				
<u>1,134</u>	<u>1,173</u>	<u>1,115</u>	<u>1,184</u>	שווי שוק חלק דסק"ש בנכסים ובניין

בעבודתנו נעשה שינוי במתודולוגיה ששימשה להערכת שווייה הכלכלי הפנימי (Intrinsic Value) של קבוצת נכסים ובניין. כאמור לעיל, לצורך הערכת שווייה של קבוצת נכסים ובניין ברבעון הקודם נעשה שימוש בשיטת השווי הנכסי הנקי. מאחר ובעבודתו של מעריך השווי החיצוני לא נתגלו פערים מהותיים בין השווי הכלכלי על בסיס שיטת השווי הנכסי לבין שווי השוק של החברה כמשתקף ממחיר מנייתה בבורסה לניירות ערך בתל אביב, היות ולוחות הזמנים לביצוע עבודתנו הינם קצרים יחסית לאלו שהוקצבו למעריך השווי החיצוני ובעיקר בהתחשב בהערכתנו כי שווי השוק של החברה בבורסה לניירות ערך משקף באופן כלכלי נאות במועד הנוכחי את שווייה הכלכלי הפנימי של קבוצת נכסים ובניין, בחרנו לעשות שימוש בשיטת שווי השוק ב- 30 הימים שקדמו למועד החישוב וזאת מתוך רצון להימנע מימים דלי סחירות ומסטיית מקריות בשווי.

---

פרק שמיני – הערכת שווי גיוון  
אימג'ינג

8. הערכת שווי גיוון אימג'ינג

(א) כללי

גיוון אימג'ינג בע"מ (להלן: "גיוון") החברה עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק אמצעי דיאגנוסטיקה ויזואליים לא פולשניים למערכת העיכול לחברה טכנולוגיה פורצת דרך באבחון מחלות בדרכי העיכול.

(ב) תחומי פעילות

פעילות החברה בעיקרה מבוססת על מערכות לאבחון מחלות ופתולוגיות במערכת העיכול העליונה ובעיקר המעי הדק. לחברה סל מוצרים המתמקד באבחון מחלות ופתולוגיות בדרכי העיכול. מוצר הדגל של החברה הינו ה-Given System, מערכת הדמיה אלחוטית לבדיקה ויזואלית של מערכת העיכול המשמשת לביצוע אנדוסקופיה באמצעות קפסולת מצלמה.

במקביל לפיתוח מוצריה ביצעה החברה רכישות של חברות שמוצריהן מהווים מוצרים משלימים. מוצרים אלה מהווים כיום למעלה מ-25% ממחזור המכירות של החברה.

(ג) ניתוח דוחות כספיים

(I) תמצית דוחות רווח והפסד

H1/2013	H1/2012	2012	2011	
<i>מיליוני ₪</i>				
326	339	674	680	הכנסות
-74	-80	-160	-158	עלות המכר
252	259	513	522	רווח גולמי
77.3%	76.4%	76.2%	76.7%	
-232	-244	-462	-472	הוצאות תפעוליות
20	15	52	50	רווח תפעולי (EBIT)
6.1%	4.4%	7.7%	7.3%	
0	1	3	5	הכנסות מימון, נטו
20	16	55	55	רווח לפני מס
-2	-4	-2	-8	מסים על הכנסה
18	12	53	46	רווח נקי
5.5%	3.6%	7.9%	6.8%	
36	31	84	81	EBITDA
11.0%	9.2%	12.4%	12.0%	



(II)

**תמצית מאזנים**

	30/06/2013	30/06/2012	31/12/2012	31/12/2011	
מיליוני ₪					
<b>נכסים שוטפים</b>					
מזומנים, שווי מזומנים, השקעות	372	281	350	340	
לקוחות וחייבים אחרים	130	135	134	144	
נכסים שוטפים אחרים	111	125	109	103	
<b>סה"כ נכסים שוטפים</b>	<b>613</b>	<b>541</b>	<b>594</b>	<b>587</b>	
<b>נכסים שאינם שוטפים</b>					
רכוש קבוע נכסים בלתי מוחשיים	145	159	161	158	
פיקדונות לז"א	3	4	3	5	
מוניטין	97	95	101	92	
נכסים שאינם שוטפים אחרים	117	172	136	80	
<b>סה"כ נכסים שאינם שוטפים</b>	<b>363</b>	<b>429</b>	<b>400</b>	<b>335</b>	
<b>סה"כ נכסים</b>					
	<b>976</b>	<b>970</b>	<b>994</b>	<b>922</b>	
<b>התחייבויות שוטפות</b>					
חובות חכירת הון, נטו	0	0	0	1	
ספקים וזכאים אחרים	109	134	134	139	
התחייבויות שוטפות אחרות	4	2	3	2	
<b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>	<b>113</b>	<b>137</b>	<b>137</b>	<b>142</b>	
<b>התחייבויות שאינן שוטפות</b>					
חובות חכירת הון, נטו	0	0	0	0	
הטבות לעובדים, נטו	3	3	3	3	
תמורה מותנית בגין צירוף עסקים	4	0	4	0	
התחייבויות שאינן שוטפות אחרות	15	20	17	20	
<b>סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	
<b>הון עצמי</b>					
סך הכל הון המיוחס לבעלים של החברה	840	811	832	755	
זכויות שאינן מקנות שליטה	0	0	0	1	
<b>סה"כ הון עצמי</b>	<b>840</b>	<b>811</b>	<b>832</b>	<b>756</b>	
<b>סה"כ התחייבויות והון</b>					
	<b>976</b>	<b>970</b>	<b>994</b>	<b>922</b>	

ההון העצמי של גיוון ליום ה- 30.06.2013 הסתכם בכ- 0.8 מיליארד ₪. מיותר לציין שלגיוון עודף נכסים על התחייבויות, המהווה אינדיקציה חיובית ליכולת הפירעון. החוב הפיננסי ברוטו של גיוון המורכב מ-: חובות חכירת הון, נטו, הטבות לעובדים, נטו ותמורה מותנית בגין צירוף עסקים ליום ה- 30.06.2013 הסתכם בכ- 7 מיליון ₪. כמו כן, נכון ליום ה- 30.06.2013, לגיוון יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בסך של כ- 0.38 מיליארד ₪, מה שמביא את יתרות הנכסים הפיננסיים, נטו, לסך של כ- 0.37 מיליארד ₪.

(III)

**ניתוח יחסים פיננסיים**

מקובל לעשות שימוש ביחסים שבין פרמטרים לבחינת מצבה של חברה. קיימות שתי דרכים לבחינת איתנותה הפיננסית של חברה באמצעות יחסים פיננסיים: האחת הינה שיטת נתוני חתך רוחב (cross-section), קרי באמצעות השוואת הפרמטרים הפיננסיים העיקריים שלה ביחס לחברות התואמות בקירוב לפעילות ולהיקף החברה; השנייה היא שיטת נתוני זמן (time series) על ידי השוואת ערכי היחסים כשלעצמם. מפאת הזמן, בחרנו להשתמש בשיטה השנייה.

H1/2013	H1/2012	2012	2011	
6.1%	4.4%	7.7%	7.3%	שיעור רווח תפעולי (EBIT)
11.0%	9.2%	12.4%	12.0%	שיעור EBITDA
5.4	4.0	4.3	4.1	יחס שוטף
0.7%	0.4%	0.7%	0.5%	שיעור חוב פיננסי, ברוטו מסך הנכסים
0.4%	0.2%	0.3%	0.2%	שיעור חוב פיננסי, ברוטו משווי פעילות /
0.4	0.2	0.1	0.1	יחס חוב פיננסי, ברוטו לרווח תפעולי (IT)
0.2	0.1	0.1	0.1	יחס חוב פיננסי, ברוטו ל- EBITDA



(IV)

חוב פיננסי, נטו

החוב הפיננסי, נטו כולל בחובו יתרות חוב לתאגידים הבנקאיים, מחזיקי אגרות החוב הסחירות והבלתי סחירות וההתחייבות לתשלום דיבידנד בעלי המניות, בניכוי מזומנים ושווי מזומנים והשקעות פיננסיות נזילות.

**חוב פיננסי, נטו (ע"פ מתודולוגיית MNS) 30.06.2013**

3	הטבות לעובדים, נטו
<u>4</u>	תמורה מותנית בגין צירוף עסקים
7	<b>סה"כ התחייבויות פיננסיות</b>
372	מזומנים, שווי מזומנים, השקעות
<u>3</u>	פיקדונות לז"א
<b>375</b>	<b>סה"כ נכסים פיננסיים</b>

**חוב פיננסי, נטו נכון ל- 30.6.2013**

**-368**

(V) ערך הספרים של נכסי הפירמה

229	חוב פיננסי, נטו	229	הון חוזר, נטו
41	הון עצמי	41	נכסים תפעוליים, נטו (רכוש קבוע)
105		105	נכסים בלתי מוחשיים, נטו
97		97	מוניטין
<b>472</b>	<b>ערך הספרים של נכסי הפירמה</b>	<b>472</b>	<b>ערך הספרים של נכסי הפירמה</b>

(ד) הערכת השווי

**1. מתודולוגיה**

בעבודתנו בחרנו להעריך את שווי גיוון לתאריך 15.9.2013 בשיטת שווי השוק. יתרונה החשוב של השיטה הוא שאין צורך לאמוד את זרם התקבולים העתידי נטו של החברה ולמצוא גורם היוון מתאים להוון הזרמים העתידיים כדי לקבל ערך נוכחי, היות שכל המידע הקיים בשוק, לרבות לעניין התחרות בענף, גורמי הסיכון והרגולציה הקיימת והצפויה, מגולם למעשה במחיר המניות של גיוון. מניות של גיוון, הנסחרות בשוק פעיל, נותנות אינדיקציה טובה מאוד לשווייה הכלכלי הפנימי (Intrinsic Value) של גיוון. כך שבאופן פשוט יחסית, בהסתמך על נתוני השוק אנו יכולים להעריך את שווי החברה.

מאחר ולא ניתן לקבוע בוודאות מהן ההנחות המתאימות לביצוע הערכת שווי בשיטת הערך הנקי המותאם (ANPV), הידועה גם כשיטת היוון התזרימים (DCF) או לחילופין בשיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) אנו לוקחים אומדן שלהערכתנו משקף באופן טוב וסביר את הפרמטר הנכון באוכלוסיה.

**2. ניתוח שווי שוק גיוון אימגינג**

להלן נתוני שווי השוק של גיוון אימגינג לתקופה שבין 15.8.2013 – 15.9.2013 במיליוני ש"ח:

**שווי שוק גיוון אימגינג לתקופה שבין 15.8.2013 – 15.9.2013**

תאריך	שווי שוק	תאריך	שווי שוק	תאריך	שווי שוק	תאריך	שווי שוק
15/9/13	2,052	8/9/13	2,087	28/8/13	2,034	21/8/13	2,019
12/9/13	2,051	3/9/13	2,105	27/8/13	2,011	20/8/13	2,019
11/9/13	2,084	2/9/13	2,101	26/8/13	1,984	19/8/13	2,019
10/9/13	2,089	1/9/13	2,088	25/8/13	2,008	18/8/13	2,027
9/9/13	2,087	29/8/13	2,095	22/8/13	1,993	15/8/13	1,991

מקובל לקבוע מחיר ממוצע ב- 90 יום האחרונים כבסיס למחיר השוק בחברות עם סחירות נמוכה וסטיית תקן גבוה. כמו כן ידועות לי הוראות תקנות ניירות





להלן גרף שווי השוק של גיוון לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו (במיליון שקלים חדשים):



להלן גרף מניית גיוון לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו:



ערך, לקבוע כבסיס את מחיר השוק הממוצע ל- 180 יום שקדמו למועד הערכת השווי<sup>5</sup>.

המסחר במניות גיוון מתאפיין בסחירות גבוהה, כדלקמן:

**נתוני סחירות לשנתיים שנתיים ב- 15 בספטמבר 2013**

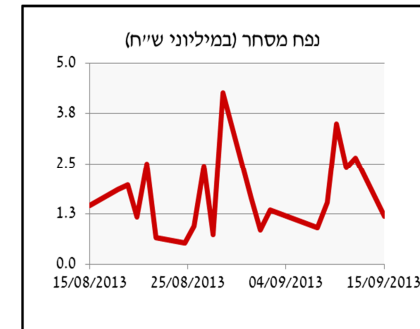
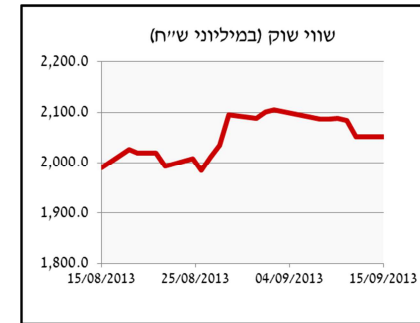
	מספר עסקאות יומיות
Average	135
Max	1,416
0	ימים ללא מסחר כלל:
0.00%	באחוזים מסך ימי המסחר:
1,334,669	מחזור מסחר יומי ממוצע (ש"ח):
69.14%	באחוזים משווי שוק ממוצע:
21,344	מחזור מסחר יומי ממוצע (יחידות):
0.07%	באחוזים מסך הון רשום למסחר ממוצע:

בשל סחירות גבוהה זו, מחירי המניות בשוק אינם צפויים להציג שינויים מהותיים בין שווי החברה הפנימי, המשתקף מתזרימי המזומנים הצפויים שלה, מהוונים בשיעור היוון סביר, לבין מחיר מנייתה בבורסה.

<sup>5</sup> ראה תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל – 1970, תוספת שלישית, סעיף 3ה'.



בעבודתנו בחרנו להשתמש במחיר הממוצע ל- 30 יום שקדמו למועד ההערכה.



ההלך קומץ נתונים סטטיסטיים של המדגם שנלקח:

תמצית סטטיסטית	
נמוך	1,984.0
ממוצע	2,042.2
חציון	2,042.7
גבוה	2,104.9

ממוצע שווי השוק של גיוון בבורסה לניירות ערך בתל אביב ב- 30 הימים שקדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית גיוון בתקופה האמורה נאמד בכ- 2,047.2 מיליוני ש"ח וקרוב יחסית לחציון שהינו כ- 2,042.7 מיליוני ש"ח. שווי השוק המקסימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 2,104.9 מיליוני ש"ח ושווי השוק המינימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 1,984.0 מיליוני ש"ח.

### 3. סיכום תוצאת הערכת השווי

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת גיוון אימגינג בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 1,986-2,109 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 2,047 מיליון שקלים חדשים).

בעבודתנו בחרנו עבור שליטת דסק"ש בגיוון פרמיה של 10%. בעבודתנו פרמיית השליטה בגיוון הוקצתה בהתאמה בין אלו ל-דסק"ש ביחס של 66.67% ו-33.33%, בהתאמה.

טווח שווי חברה		אחוז חלוקה בשווי השליטה	טווח שווי חברה		אחוז החזקה
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
298	316	15.00%	1,986	2,109	שווי שוק גיוון אימגינג
66	70	33.33%	199	211	פרמיית שליטה
<b>364</b>	<b>387</b>				שווי חלק דסק"ש בגיוון אימגינג

### 4. התייחסות להערכת השווי של MNS

בהערכת השווי הקודמת שנערכה בחודש מאי 2013 על ידי מעריכי השווי מחברת MNS, לצורך הערכת שווייה של גיוון נעשה שימוש בשיטת שווי השוק אשר ממצעת את התפלגות שוויי השוק של החברה ב- 30 הימים הקלנדריים שקדמו למועד ההערכה.



להלן השוואת תוצאות הערכת שווי חלקה של דסק"ש בגיוון (כולל פרמיית שליטה) כפי שהוערכו על ידי מערכי השווי של חברת MNS ייעוץ ל- 31.05.2013 ובעבודתנו ל- 15.9.2013 :

MNS		שווי פנימי		שיטת ההערכה מתחלופיה
נמוך	גבוה	נמוך	גבוה	
שווי שוק		שווי שוק		
ממוצע 30 יום שקדמו ל- 31.5.2013		ממוצע 30 יום שקדמו ל- 15.9.2013		
מיליוני ש"ח				
<u>322</u>	<u>322</u>	<u>364</u>	<u>387</u>	שווי שוק חלק דסק"ש בגיוון אימג'ינג

ההפרש	ההפרש	MNS	שווי פנימי	
%		(במיליוני ש"ח)		
20%	65	322	387	גבוה
13%	42	322	364	נמוך

---

## פרק תשיעי – הערכת שווי אלרון

9. הערכת שווי אלרון

(א) כללי

אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ (להלן: "אלרון") הינה חברת החזקות תפעולית אשר מתמקדת בבניית חברות טכנולוגיות. קבוצת החברות של אלרון כוללת חברות בשלבי פיתוח שונים אשר עוסקות במגוון תחומים טכנולוגיים כגון פיתוח מכשור רפואי ותחומים נוספים. אלרון מחזיקה בבעלות מלאה (100%) בחברת הבת סטרלינג תקשורת מתקדמת בע"מ וכן בכ- 30.2% מהון חברת גיוון אימגינג בע"מ (להלן: "גיוון").

(ב) ניתוח דוחות כספיים

(I) תמצית דוחות רווח והפסד

	H1/2013	H1/2012	2012	2011
<i>מיליוני ₪</i>				
<b>הכנסות</b>	<b>8</b>	<b>63</b>	<b>147</b>	<b>186</b>
<b>הוצאות תפעוליות</b>	<b>-39</b>	<b>-51</b>	<b>-86</b>	<b>-231</b>
<b>רווח תפעולי (EBIT)</b>	<b>-30</b>	<b>12</b>	<b>61</b>	<b>-45</b>
	<b>-371.0%</b>	<b>19.1%</b>	<b>41.6%</b>	<b>-24.0%</b>
<b>הוצאות מימון, נטו</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-9</b>
<b>רווח לפני מס</b>	<b>-30</b>	<b>8</b>	<b>58</b>	<b>-54</b>
<b>הטבת מס</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>
<b>רווח נקי</b>	<b>-30</b>	<b>9</b>	<b>59</b>	<b>-54</b>
	<b>-365.2%</b>	<b>14.4%</b>	<b>40.2%</b>	<b>-29.0%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-30</b>	<b>9</b>	<b>58</b>	<b>-49</b>
	<b>-363.1%</b>	<b>13.6%</b>	<b>39.7%</b>	<b>-26.2%</b>

(II) תמצית מאזנים

	30/06/2013	30/06/2012	31/12/2012	31/12/2011
<i>מיליוני ₪</i>				
<b>נכסים שוטפים</b>				
מזומנים, שווי מזומנים, השקעות	151	247	177	153
לקוחות וחייבים אחרים	14	13	14	97
נכסים שוטפים אחרים	0	3	0	12
<b>סה"כ נכסים שוטפים</b>	<b>165</b>	<b>262</b>	<b>192</b>	<b>262</b>
<b>נכסים שאינם שוטפים</b>				
רכוש קבוע נכסים בלתי מוחשיים	18	20	19	20
נכסים שאינם שוטפים אחרים	498	512	525	514
<b>סה"כ נכסים שאינם שוטפים</b>	<b>516</b>	<b>533</b>	<b>544</b>	<b>534</b>
<b>סה"כ נכסים</b>	<b>681</b>	<b>795</b>	<b>736</b>	<b>796</b>
<b>התחייבויות שוטפות</b>				
דיבידנד לתשלום	0	59	0	0
ספקים וזכאים אחרים	9	20	11	19
<b>סה"כ התחייבויות שוטפות</b>	<b>9</b>	<b>79</b>	<b>11</b>	<b>19</b>
<b>התחייבויות שאינן שוטפות</b>				
הלוואות מתאגידים בנקאיים ואחרים	14	20	15	13
התחייבויות בגין מענקי ממשלה	3	6	3	4
התחייבויות בשל הטבות לעובדים	0	0	0	0
התחייבויות שאינן שוטפות אחרות	17	19	17	19
<b>סה"כ התחייבויות שאינן שוטפות</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>35</b>	<b>35</b>
<b>הון עצמי</b>				
סך הכל הון המיוחס לבעלים של החברה	560	604	605	663
זכויות שאינן מקנות שליטה	78	67	85	78
<b>סה"כ הון עצמי</b>	<b>638</b>	<b>671</b>	<b>690</b>	<b>742</b>
<b>סה"כ התחייבויות והון</b>	<b>681</b>	<b>795</b>	<b>736</b>	<b>796</b>

ההון העצמי של אלרון ליום ה- 30.06.2013 הסתכם בכ- 0.6 מיליארד ₪. מיותר לציין שלאחר עודף נכסים על התחייבויות, המהווה אינדיקציה חיובית ליכולת הפירעון. החוב הפיננסי ברוטו של אלרון המורכב מ-: הלוואות מתאגידים בנקאיים, התחייבויות בגין מענקי ממשלה והתחייבויות בשל הטבות לעובדים ליום ה- 30.06.2013 הסתכם בכ- 35 מיליון ₪. כמו כן, נכון ליום ה- 30.06.2013, לאלרון יתרות מזומן, שווי



מזומן והשקעות נזילות בסך של כ- 0.15 מיליארד ₪, מה שמביא את יתרות הנכסים הפיננסיים, נטו, לסך של כ- 0.13 מיליארד ₪.

**(III)**

**ניתוח יחסים פיננסיים**

מקובל לעשות שימוש ביחסים שבין פרמטרים לבחינת מצבה של חברה. קיימות שתי דרכים לבחינת איתנותה הפיננסית של חברה באמצעות יחסים פיננסיים: האחת הינה שיטת נתוני חתך רחב (cross-section), קרי באמצעות השוואת הפרמטרים הפיננסיים העיקריים שלה ביחס לחברות התואמות בקירוב לפעילות ולהיקף החברה; השנייה היא שיטת נתוני זמן (time series) על ידי השוואת ערכי היחסים כשלעצמם. מפאת הזמן, בחרנו להשתמש בשיטה השנייה.

	H1/2013	H1/2012	2012	2011	
	-371.0%	19.1%	41.6%	-24.0%	שיעור רווח תפעולי (EBIT)
	-363.1%	13.6%	39.7%	-26.2%	שיעור EBITDA
	18.1	3.3	18.1	13.7	יחס שוטף
	2.6%	10.7%	2.5%	2.0%	שיעור חוב פיננסי, ברוטו מסך הנכסים
	2.5%	12.5%	3.0%	2.8%	שיעור חוב פיננסי, ברוטו משווי פעילות (EV)
	-0.6	7.1	0.3	-0.4	יחס חוב פיננסי, ברוטו לרווח תפעולי (EBIT)
	-0.6	9.9	0.3	-0.3	יחס חוב פיננסי, ברוטו ל- EBITDA

**(IV) חוב פיננסי, נטו**

החוב הפיננסי, נטו כולל בחובו יתרות חוב לתאגידים הבנקאיים, מחזיקי אגרות החוב הסחירות והבלתי סחירות וההתחייבות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות, בניכוי מזומנים ושוי מזומנים והשקעות פיננסיות נזילות.

**חוב פיננסי, נטו (ע"פ מתודולוגיית MNS) 30.06.2013**

14	הלוואות מתאגידים בנקאיים ואחרים
3	התחייבויות בגין מענקי ממשלה
0	התחייבויות בשל הטבות לעובדים
18	<b>סה"כ התחייבויות פיננסיות</b>

151	מזומנים, שוי מזומנים, השקעות
151	<b>סה"כ נכסים פיננסיים</b>

**חוב פיננסי, נטו נכון ל- 30.6.2013 -133**

**(V) ערך הספרים של נכסי הפירמה**

486	הון חוזר, נטו	486	חוב פיננסי, נטו
1	נכסים תפעוליים, נטו (רכוש קבוע)	1	הון עצמי
18	נכסים בלתי מוחשיים, נטו	18	
505	<b>ערך הספרים של נכסי הפירמה</b>	505	<b>ערך הספרים של נכסי הפירמה</b>



ג) הערכת השווי

1. מתודולוגיה

בעבודתנו בחרנו להעריך את שווי אלרון לתאריך 15.9.2013 בשיטת שווי השוק. יתרונה החשוב של השיטה הוא שאין צורך לאמוד את זרם התקבולים העתידי נטו של החברה ולמצוא גורם היוון מתאים להוון הזרמים העתידיים כדי לקבל ערך נוכחי, היות שכל המידע הקיים בשוק, לרבות לעניין התחרות בענף, גורמי הסיכון והרגולציה הקיימת והצפויה, מגולם למעשה במחיר המניות של אלרון. מניות של אלרון, הנסחרות בשוק פעיל, נותנות אינדיקציה טובה מאוד לשווייה הכלכלי הפנימי (Intrinsic Value) של אלרון. כך שבאופן פשוט יחסית, בהסתמך על נתוני השוק אנו יכולים להעריך את שווי החברה.

מאחר ולא ניתן לקבוע בוודאות מהן ההנחות המתאימות לביצוע הערכת שווי בשיטת הערך הנקי המותאם (ANPV), הידועה גם כשיטת היוון התזרימים (DCF) או לחילופין בשיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) אנו לוקחים אומדן שלהערכתנו משקף באופן טוב וסביר את הפרמטר הנכון באוכלוסיה.

2. ניתוח שווי שוק אלרון

להלן נתוני שווי השוק של אלרון לתקופה שבין 15.8.2013 – 15.9.2013 במיליוני ש"ח:

שווי שוק אלרון לתקופה שבין 15.8.2013 – 15.9.2013

תאריך	שווי שוק	תאריך	שווי שוק	תאריך	שווי שוק	תאריך	שווי שוק
15/9/13	700	8/9/13	612	28/8/13	613	21/8/13	683
12/9/13	689	3/9/13	614	27/8/13	624	20/8/13	676
11/9/13	667	2/9/13	612	26/8/13	653	19/8/13	654
10/9/13	642	1/9/13	614	25/8/13	677	18/8/13	637
9/9/13	628	29/8/13	619	22/8/13	675	15/8/13	622

מקובל לקבוע מחיר ממוצע ב- 90 יום האחרונים כבסיס למחיר השוק בחברות עם סחירות נמוכה וסטיית תקן גבוה. כמו כן ידועות לי הוראות תקנות ניירות

ערך, לקבוע כבסיס את מחיר השוק הממוצע ל- 180 יום שקדמו למועד הערכת השווי.<sup>6</sup>

המסחר במניות אלרון מתאפיין בסחירות גבוהה, כדלקמן:

נתוני סחירות לשנתיים שנתיימה ב- 15 בספטמבר 2013

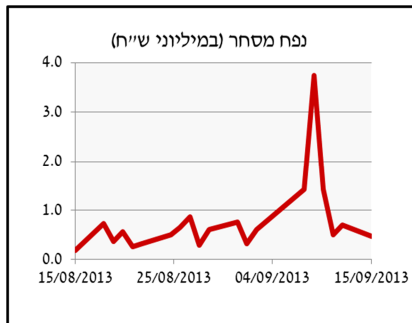
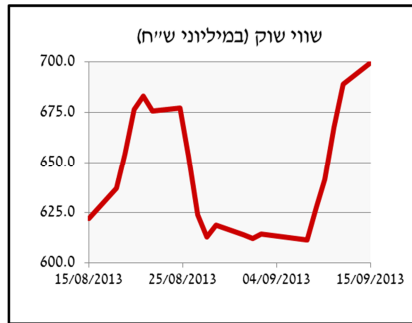
מספר עסקאות יומיות	
Average	Max
55	365
ימים ללא מסחר כלל: 0	
באחוזים מסך ימי המסחר: 0.00%	
מחזור מסחר יומי ממוצע (ש"ח): 541,814	
באחוזים משווי שוק ממוצע: 107.60%	
מחזור מסחר יומי ממוצע (יחידות): 32,605	
באחוזים מסך הון רשום למסחר ממוצע: 0.11%	

בשל סחירות גבוהה זו, מחירי המניות בשוק אינם צפויים להציג שינויים מהותיים בין שווי החברה הפנימי, המשתקף מתזרימי המזומנים הצפויים שלה, מהוונים בשיעור היוון סביר, לבין מחיר מנייתה בבורסה.

<sup>6</sup> ראה תקנות ניירות ערך (דוחות תקופתיים ומיידים), התש"ל – 1970, תוספת שלישית, סעיף 3ה'.



בעבודתנו בחרנו להשתמש במחיר הממוצע ל- 30 יום שקדמו למועד ההערכה.



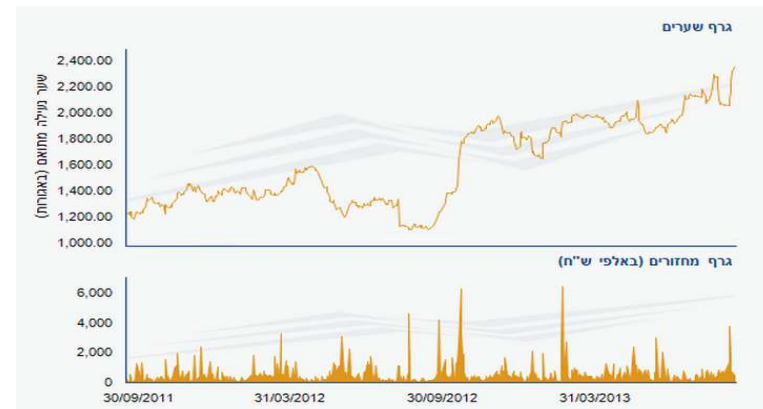
להלן קומץ נתונים סטטיסטיים של המדגם שנלקח:

תמצית סטטיסטית	
611.5	נמוך
645.5	ממוצע
639.3	חציון
699.6	גבוה

להלן גרף שווי השוק של אלווין לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו (במיליון שקלים חדשים):



להלן גרף מניית אלווין לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו:





להלן השוואת תוצאות הערכת שווי חלקה של דסק"ש באלרון (כולל פרמיית שליטה) כפי שהוערכו על ידי מערכי השווי של חברת MNS ייעוץ ל- 31.05.2013 ובעבודתנו ל- 15.9.2013:

שיטת ההערכה מתודולוגיה		שווי שוק		שווי שוק	
		ממוצע 30 יום שקדמו ל- 15.9.2013		ממוצע 30 יום שקדמו ל- 31.5.2013	
		מיליוני ש"ח		מיליוני ש"ח	
שווי שוק חלק דסק"ש באלרון		465	457	385	385

הפרש	הפרש	MNS	שווי פנימי	
%	(במיליוני ש"ח)			
21%	80	385	465	גבוה
19%	72	385	457	נמוך

ממוצע שווי השוק של אלרון בבורסה לניירות ערך בתל אביב ב- 30 הימים שקדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית אלרון בתקופה האמורה נאמד בכ- 645.5 מיליוני ש"ח וקרוב יחסית לחציון שהינו כ- 639.3 מיליוני ש"ח. שווי השוק המקסימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 611.5 מיליוני ש"ח ושווי השוק המינימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 699.6 מיליוני ש"ח.

### 3. סיכום תוצאת הערכת השווי

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת אלרון בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בתוחלת בכ- 646 מיליון שקלים חדשים.

בעבודתנו בחרנו עבור שליטת אלרון בגיוון פרמיה של 10%. בעבודתנו פרמיית השליטה בגיוון הוקצתה בהתאמה בין אלרון לדסק"ש ביחס של 66.67% ו- 33.33%, בהתאמה.

טווח שווי חברה		אחוז חלוקה בשווי השליטה	אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי גיוון אימגיינג פרמיית שליטה
נמוך	גבוה			נמוך	גבוה	
600	637	30.20%	1,986	2,109	10.0%	שווי גיוון אימגיינג פרמיית שליטה
132	141	66.67%	199	211	10.0%	שווי שליטת אלרון בגיוון אימגיינג
325	325	50.32%	646	646		שווי שוק אלרון
457	465					שווי שוק חלק דסק"ש באלרון

### 4. התייחסות להערכת השווי של MNS

בהערכת השווי הקודמת שנערכה בחודש מאי 2013 על ידי מערכי השווי מחברת MNS, לצורך הערכת שווייה של אלרון נעשה שימוש בשיטת שווי השוק אשר ממצעת את התפלגות שווי השוק של החברה ב- 30 הימים הקלנדריים שקדמו למועד ההערכה.

---

## פרק עשירי – הערכת שווי דסק"ש

## 10. הערכת שווי דסק"ש

### (א) כללי

דסק"ש התאגדה בשנת 1961 לפי חוקי מדינת ישראל. בשנת 1962 הוצעו לראשונה ניירות ערך של דסק"ש לציבור, ובמהלך השנים ביצעה דסק"ש הנפקות נוספות של ניירות ערך שלה לציבור בבורסה. ניירות ערך של דסק"ש רשומים למסחר בבורסה.

דסק"ש הינה חברת אחזקות מהגדולות בישראל המשקיעה, בעצמה ובאמצעות חברות בת וחברות מוחזקות שלה, בחברות הפועלות בעיקר בענפי התקשורת, הנדל"ן, מסחר ושירותים, הפיננסים והאגרו כימיה. דסק"ש משקיעה בדרך כלל בחברות באופן המקנה לה השפעה על הנחייתן וניהולן. דסק"ש פועלת לאיתור השקעות בעלות תשואה פוטנציאלית הולמת, ובמקביל שואפת לקדם ולהשיא את ערכן של ההשקעות הקיימות עד מכירתן במקרים המתאימים.



### (ב) תחומי פעילות

דסק"ש מחזיקה בחברות הבאות:

- (I) **סלקום** - סלקום הינה חברה ציבורית שהתאגדה בישראל, אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה ובבורסת ניו יורק ואגרות חוב שלה רשומות למסחר בבורסה. סלקום הינה ספקית של שירותי תקשורת, המציעה ללקוחותיה בעיקר שירותי תקשורת סלולרית, שירותי טלפוניה קווית (ניחת), שירותי טלפוניה בינלאומית, שירותי קישוריות לאינטרנט ושירותים נלווים.
- (II) **שופרסל** - שופרסל הינה חברה ציבורית שהתאגדה בישראל, אשר מניותיה ואגרות חוב שלה רשומות למסחר בבורסה ואשר עיקר פעילותה הינו בעלות וניהול של רשת סופרמרקטים מהגדולות בישראל. שופרסל פועלת גם בתחום

הנדל"ן המניב, באמצעות השכרת נכסי נדל"ן מניב שונים לשימושי משרדים ומסחר.

(III) **כור** - כור הינה חברת אחזקות ציבורית שהתאגדה בישראל, אשר מניותיה ואגרות חוב שלה רשומות למסחר בבורסה, ובאמצעותה מחזיקה דסק"ש, בין היתר, מניות של מכתשים אגן ומניות של קרדיט סוויס.

(IV) **נכסים ובנין** - נכסים ובנין הינה חברה ציבורית שהתאגדה בישראל, אשר מניותיה ואגרות חוב שלה רשומות למסחר בבורסה. תחומי הפעילות העיקריים של נכסים ובנין כוללים את תחום הנכסים המניבים ותחום הבנייה למגורים, בישראל ובח"ל.

(V) **גיוון אימגינג** - גיוון אימגינג הינה חברה ציבורית שהתאגדה בישראל, אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה. גיוון אימגינג, עוסקת בפיתוח, ייצור ושיווק אמצעי בדיקה ויזואלי של מערכת העיכול האנושית. הטכנולוגיה מבוססת על מצלמות זעירות הממוקמות בקפסולות הניתנות לבליעה.

הגולות של גיוון נמכרות תחת השם PillCam.

(VI) **אלרון** - אלרון הינה חברה ציבורית שהתאגדה בישראל, אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה. אלרון הינה חברת אחזקות טכנולוגית תפעולית, המחזיקה ומשקיעה בחברות פרטיות וציבוריות, העוסקות בתחומים טכנולוגיים שונים, ביניהם מכשור רפואי.

### (ג) הערכת השווי

#### 1. המתודולוגיה

שיטת הנכסים המותנים (גישת מרטון) שימשה להערכת שווי החוב וההון העצמי של דסק"ש. על פי גישת מרטון בעלי המניות של דסק"ש הנם בעלי אופציה להחזיר את חובות דסק"ש כאשר שווייה ביום פקיעת החובות גבוה מערך הפדיון, או להעביר את דסק"ש לבעלות המלווים כאשר ערך הפדיון עולה על שווי דסק"ש.

שווי האופציה של בעלי המניות הנו ערך השייר של דסק"ש לאחר החזרת החובות. יתרון השיטה הנו בכך שלא נדרשים הנחות על שיעורי היוון אשר



עשויים להשפיע באופן משמעותי על תוצאת ההערכה. לחילופין, נעשה שימוש בפרמטרים אשר ניתנים להערכה באופן אמפירי. להלן הפרמטרים העיקריים אשר נעשה בהם שימוש:

- מח"מ החוב
- סטיית התקן של נכס הבסיס
- ריבית חסרת סיכון
- שווי נכס הבסיס
- ערך החוב העתידי

## 2. שווי כלכלי דסק"ש

את שווי הפירמה, V, נאמוד כסך הצברם של חלקי דסק"ש בשוויין הכלכלי של החברות שמתחתיה. בעבודתנו פרמיית השליטה בגיוון הוקצתה בהתאמה בין ארון לדסק"ש ביחס של 66.67% ו-33.33% בהתאמה.

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי כלכלי סלקום פרמיית שליטה
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
1,735	1,842	41.90%	4,141	4,397	שווי חלק דסק"ש בסלקום
10.0%	10.0%				
<b>1,908</b>	<b>2,026</b>				

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי כלכלי שופרסל פרמיית שליטה
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
1,339	1,422	47.20%	2,838	3,013	שווי חלק דסק"ש בשופרסל
10.0%	10.0%				
<b>1,473</b>	<b>1,565</b>				

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי כור שהוסכם במו"מ בין הצדדים בניכוי החזקה במניות קרדיט סוויס נכון ל- 30.6.2013
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
1,982	2,105	67.40%	2,941	3,122	בתוספת החזקה במניות קרדיט סוויס נכון ל- 15.9.2013
-2,003	-2,003		-2,972	-2,972	
<b>2,273</b>	<b>2,273</b>		<b>3,372</b>	<b>3,372</b>	שווי חלק דיסקונט השקעות בכור
<b>2,251</b>	<b>2,374</b>		<b>3,340</b>	<b>3,522</b>	

שווי חלק אי.די.בי פיתוח בכור 13.40% **472** **448**

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי שוק נכסים ובנין פרמיית שליטה
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
1,014	1,076	76.45%	1,326	1,408	שווי שוק חלק דסק"ש בנכסים ובנין
10.00%	10.00%				
<b>1,115</b>	<b>1,184</b>				

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי שוק גיוון אימגינג פרמיית שליטה
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
298	316	15.00%	1,986	2,109	שווי שוק חלק דסק"ש בגיוון אימגינג
66	70	33.33%	199	211	
<b>364</b>	<b>387</b>				

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי גיוון אימגינג פרמיית שליטה
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
600	637	30.20%	1,986	2,109	שווי שליטת ארון בגיוון אימגינג
132	141	66.67%	199	211	
325	325	50.32%	646	646	שווי שוק ארון
<b>457</b>	<b>465</b>				

בחישוב הערך הנוכחי של זרמי התקבולים נטו הצפויים, מתקבל שווי של  $V_0 = 7,785$  מיליוני ₪ (תוחלת הטווח שבין 7,569-8,000 מיליוני ₪). בנוסף לחברה יש יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בשווי 133 מיליוני ₪, נכון ל- 15.9.2013. את יתרות המזומן, שווי המזומן וההשקעות הנזילות אנחנו מוסיפים לערך התפעולי של החברה  $V = 7,917$  מיליוני ₪.



קופון נומינלי	אינפלציה	שווי שוק			
		קופון	מח"מ	הצמדה	סדרה מיליוני ש"ח
7.50%	2.50%	5.00%	1.54	מדד	1,536
7.45%	2.50%	4.95%	6.52	מדד	2,053
6.35%		6.35%	1.66	שקלי	33
6.95%	2.50%	4.45%	3.05	מדד	229
6.70%	6.70%	2.34	2.34	שקלי	1,015
<b>7.28%</b>			<b>3.88</b>		<b>4,866</b>

המח"מ בטבלה מבוסס על נתוני Bizportal.

כעת נתייחס לחובות האמורים כחוב אחד אשר ערכו הנוכחי כיום הוא 4,866 מיליון ₪, המח"מ הממוצע שלו 3.88 והקופון הממוצע במונחי שקל נומינלי הוא 7.28% (כולל הנחת אינפלציה מקומית של 2.5% לשנה).

על סמך חיבור החוב וההתייחסות אליו כהלוואת "בלון" ל- 3.88 שנים, וקופון ממוצע של 7.28% לשנה, לחברה התחייבות לשלם עוד 3.88 שנים סך של  $4,866 \cdot (1+7.28\%)^{3.88} = 6,391$  מיליון ₪.

את שווי ההון העצמי נקבל כשווי של אופציית רכש ל- 3.88 שנים (לפי המח"מ המשוקלל של החוב), ו"מחיר המימוש" הוא הערך לפירעון של החוב שחושב לעיל (6,391). שיעור הריבית השקלית הנומינלית ללא סיכון למח"מ של 3.88 שנים היא 2.46% לשנה באמצעות אינטרפולציה לינארית על שיעורי התשואה לפדיון של אגרות חוב של ממשלת ישראל מסוג שחר (סדרות 0217 ו-0118) נכון ליום 15 בספטמבר 2013 לתקופה של 3.88 שנים. האופציה היא על נכס הבסיס, V, שערכו הנוכחי הוא 7,917 מיליוני ₪. הפרמטר האחרון הנחוץ לחישוב ערך ההון העצמי כאופציה על שווי נכסי החברה הוא סטיית התקן של שער התשואה של נכסי החברה,  $\sigma_V$ .

אמדנו את סטיית התקן של החברה על ידי אומדן סטיית התקן של מניות דסק"ש (על בסיס שער תשואה שבועי במשך 52 שבועות שקדמו למועד החישוב) ואומדן סטיית התקן של אגרות חוב דסק"ש וכן המתאם האמפירי

בשלב זה נשתמש במודל גלאי- מסוליס (1976) ומודל מרטון (1974) כדי למצוא את שווי ההון העצמי של דסק"ש ואת שווי החוב שלה. המודל שייך למשפחת הנכסים הנגזרים (Contingent Claim Approach). סך שווי הפירמה, V, מתחלק כאמור בין שווי החוב (D) וההון העצמי (S):  $V=D+S$

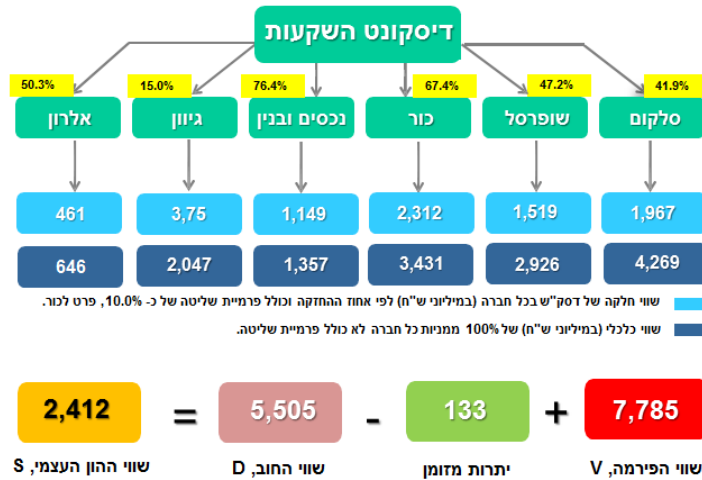
עבור הלוואות "בלון", ללא תשלומי ביניים אלא תשלום אחד הכולל קרן וריבית מצטברת ביום הפקיעה ניתן לפתור את המודל בעזרת מודל בלק-קוקס (1996). נציין גם שהשיטות כמו זו המוצעת על ידי בלק וקוקס ואחרים, אשר מתוארות במאמר של גלאי, רביב ווינר (2007), מאפשרות להעריך איגרות חוב והון עצמי כאשר פשיטת הרגל יכולה להיות בתאריך מוקדם מתאריך פירעון החוב. בעקבות בלק וקוקס מכניסים למודל פונקציה של ערך האג"ח הנומינלי לאורך זמן, וכאשר שווי הפירמה יורד מתחת לפונקציה זו יש אפשרות להכיר בכך כאירוע של פשיטת רגל. המאמר של גלאי, רביב ווינר מכליל את כל הגישות הללו. חולשת הגישות הן בכך שהכלל המגדיר אירוע של פשיטת רגל במודלים אינו מבוסס על מציאות אמפירית או על הגיון כלכלי המוסכם על הקהילה האקדמית ו/או העסקית.

מאחר ואנו דנים במספר איגרות חוב עם תזרימי קופונים וקרן, בעוד שמודל האופציות דורש תאריך אחד ומחיר מימוש אחד לתאריך המימוש, הרי שאפשר במקרה שלנו להמיר את איגרות החוב על תזרימיהן לאיגרת חוב אחת עם קופון אפס לפי המח"מ (ראו גם בספר של דמודראן Corporate Finance (1997) עמ' 761 להתייחסות לשיטה זו).

הנתונים לגבי החוב הם כדלקמן:



להלן פירוט תוצאות הערכת שווי דסק"ש ליום 15.9.2013:



### 3. שווי שוק

שבנו ובחנו את שווי השוק של דסק"ש בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית דסק"ש בתקופה האמורה. שווי השוק של דסק"ש הסתכם בחצי השנה אשר קדמה למועד עבודתנו בטווח של 1,900 – 970 מיליון שקלים חדשים (בשנה החודשים אשר קדמה למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 1,900 – 600 מיליון שקלים חדשים, בשנה וחצי אשר קדמו למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 1,919 – 382 מיליון שקלים חדשים ובשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 3,534 – 382 מיליון שקלים חדשים). למועד עבודתנו עומד שווי השוק של דסק"ש על כ-1,889 מיליון שקלים.

בין שיעורי התשואה על מניות דסק"ש ועל איגרות החוב של דסק"ש. האומדנים אותם קיבלנו הם כדלקמן:

$$\sigma_S = 55.72\%, \sigma_D = 11.97\%, \rho_{SD} = 43.56\%$$

בהנחה שמבנה ההון של דסק"ש הוא בקרוב 25% מניות ו-75% חוב

אנו מקבלים אומדן סטיית תקן לחברה של  $\sigma_V = 19.58\%$  באמצעות הצבת האומדנים האמפיריים בנוסחה הבאה:

$$\sigma_V^2 = w^2 \sigma_S^2 + (1-w)^2 \sigma_D^2 + 2w(1-w) \sigma_S \sigma_D \rho_{SD}$$

עתה נציב את הפרמטרים לעיל בנוסחת בלק-שולס כדלקמן:

$$S = C_{BS}(V = 7,917, T = 3.88, K = 6,391, \sigma_V = 19.58\%, R = 2.46\%)$$

$$= 7,917 \cdot N(d_1) - 6,391 \cdot e^{-0.0246 \cdot 3.88} \cdot N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{7,917}{6,391}\right) + \left(0.0246 + \frac{0.1958^2}{2}\right) \cdot 3.88}{0.1958 \cdot \sqrt{3.88}}$$

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{7,917}{6,391}\right) - \left(0.0246 + \frac{0.1958^2}{2}\right) \cdot 3.88}{0.1958 \cdot \sqrt{3.88}}$$

ונקבל ששווי ההון העצמי הוא  $S = 2,412$ .

ומכאן נקבל שהשווי הנוכחי של החוב הוא:

$$B = V - S = 7,917 - 2,412 = 5,505$$



להלן גרף שווי השוק של דסק"ש לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו (במיליון שקלים חדשים):



להלן גרף מניית דסק"ש לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו:



המסחר במניות דסק"ש מתאפיין בסחירות גבוהה, כדלקמן:

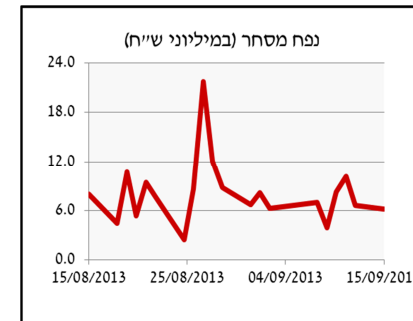
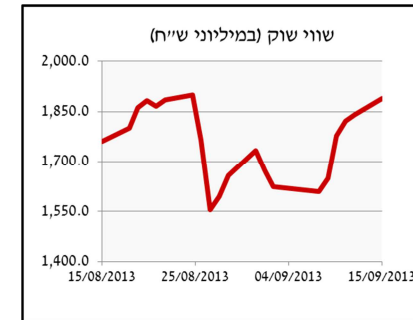
**נתוני סחירות לשנתיים שנתיים ב- 15 בספטמבר 2013**

	מספר עסקאות יומיות
Average	594
Max	4,586
	0
	0.00%
	5,860,075
	415.29%
	419,836
	0.49%

בשל סחירות גבוהה זו, מחירי המניות בשוק אינם צפויים להציג שינויים מהותיים בין שווי החברה הפנימי, המשתקף מתזרימי המזומנים הצפויים שלה, מהווים בשיעור היוון סביר, לבין מחיר מנייתה בבורסה.



בנוסף בחנו את המחיר הממוצע ל- 30 יום שקדמו למועד ההערכה.



להלן קומץ נתונים סטטיסטיים של המדגם שנלקח:

תמצית סטטיסטית	
1,553.7	נמוך
1,757.1	ממוצע
1,771.0	חציון
1,899.7	גבוה

ממוצע שווי השוק של דסק"ש בבורסה לניירות ערך בתל אביב ב- 30 הימים שקדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית דסק"ש בתקופה האמורה נאמד בכ- 1,757.1 מיליוני ש"ח וקרוב יחסית לחציון שהינו כ- 1,771.0 מיליוני ש"ח. שווי השוק המקסימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 1,899.7 מיליוני ש"ח ושווי השוק המינימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 1,553.7 מיליוני ש"ח.

#### 4. סיכום תוצאת הערכת השווי

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת דיסקונט השקעות בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 2,233-2,595 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 2,412 מיליון שקלים חדשים).

#### ד) בחינת יכולת פירעון ואיתנות פיננסית

##### 1. המתודולוגיה

במקום לבצע את הניתוחים המקובלים, המסורתיים לבחינת יכולת הפירעון של דסק"ש, המבוססים על מאזן דסק"ש, על בחינה השוואתית של יחסים פיננסיים ועל תחזית תזרים מזומנים לעתיד, אנו מציעים גישה אנליטית-כלכלית המבוססת על מודל מרטון (1974) ומודל גלאי-מסוליס (1976) עם התאמות נדרשות כפי שיוסבר בהמשך (להלן: "המודל הכלכלי").

יתרון חשוב של המודל הכלכלי הוא שאין צורך לאמוד את זרם התקבולים העתידי נטו של דסק"ש ולמצוא גורם היוון מתאים להוון הזרמים העתידיים כדי לקבל ערך נוכחי, היות שכל המידע הקיים בשוק, לרבות לענין התחרות בענף, גורמי הסיכון והרגולציה הקיימת והצפויה, מגולם למעשה במחיר המניות ואיגרות החוב הסחירות של דסק"ש.



גלאי-מסוליס (1976) הראו ששווי ההון העצמי בתנאים דומים הוא אופציית רכש (Call) על הפירמה וזמן מימוש T במחיר מימוש F. וגם ההון העצמי יחושב על סמך מודל בלק-שולס כדי לקבל שווי כלכלי של ההון העצמי, בהנחה שהתנאים הנדרשים מתקיימים. באופן ספציפי, שווי החוב יהיה לפיכך:

$$D = Fe^{-rT} - (-V \cdot N(-d_1) + F \cdot e^{-rT} \cdot N(-d_2)) = F \cdot e^{-rT} \cdot N(d_2) + V \cdot N(-d_1)$$

כאשר N(d) היא פונקציית ההתפלגות המצטברת הנורמלית סטנדרטית עד לנקודה d ו-1

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{Fe^{-rT}}\right) + \frac{1}{2}\sigma^2 T}{\sigma\sqrt{T}}, d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

במודל בלק-שולס ומרטון ל- $N(-d_2)$  יש פרוש כלכלי: זו ההסתברות הניטרלית לסיכון (RNDP- Risk Neutral Default Probability) של בעיית איתנות של החברה לתקופה המסתיימת בזמן T.

גלאי (1978) הראה בהתבסס על מאמרו של בונס (1964) שההסתברות הכלכלית לבעיית איתנות בזמן T של החברה היא דומה לזו לעיל, קרי  $N(-d_2)$ , אך במקום r שהיא הריבית חסרת הסיכון יש להציב את R שהיא תוחלת הרווח הצפוי לחברה. במודל גלאי-מסוליס ל- $N(-d_2)$ , יש פרוש כלכלי: זו ההסתברות המותאמת לסיכון (RADP- Risk Adjusted Default Probability) של בעיית איתנות של החברה לתקופה המסתיימת בזמן T.

איגרות החוב של דסק"ש, הנסחרות בשוק פעיל, בהיקף סדרות גדול, נותנות אינדיקציה טובה מאוד גם לשיעורי ההיוון המתאימים לאיגרות החוב שאינן סחירות ולחוב הבנקאי. כך שבאופן פשוט יחסית, בהסתמך על נתוני השוק אנו יכולים לגזור את ההסתברות שדסק"ש תיקלע לכשל ביכולת הפירעון שלה (מצב אותו נכנה: "בעיית איתנות"). מאחר ולא ניתן לקבוע בוודאות מהן ההנחות המתאימות, אנו לוקחים אומדנים שלהערכתנו משקפים באופן טוב וסביר את הפרמטרים הנכונים, ובנוסף אנו מבצעים בדיקות רגישות עבור אומדנים שונים שישקפו הבדלי הערכות אפשריים וסבירים.

המודל הכלכלי מבוסס על אומדן שווי פעילות דסק"ש (הנגזר משווי חלקה בחברות הבת), בערכים נוכחים (נכון ל-15.9.2013) שנשמך אותו להלן באות V. שווי הפירמה מתחלק באופן כללי בין בעלי החוב השונים לבין מחזיקי ההון העצמי. נסמן את סך שווי החוב וההון העצמי בערכים נוכחיים D ו-S, בהתאמה.

מודל מרטון בצורתו הפשוטה מניח שלדסק"ש יש חוב שמשך חייו הוא T שנים, ובתום T שנים דסק"ש מתחייבת להחזיר לבעלי החוב את הקרן והריבית הצבורה שהובטחה ובסה"כ התחייבה להחזיר F.

בתנאים אלה הראה מרטון (1974) שהחוב הקונצרני הוא התחייבות מותנת שניתנת להערכה כלכלית באופן הבא:

$$D = Fe^{-rT} - P$$

כאשר  $e^{-rT}$  הוא גורם ההיוון ללא סיכון לתזרים מזומנים שצפוי להתקבל בוודאות בזמן T, P הוא שווי אופציית מכר על הפירמה, V, לזמן מימוש T כאשר מחיר המימוש הוא F. שווי האופציה ניתן לחישוב על סמך מודל בלק-שולס (1973) בהתקיים הנחות המודל והוא פונקציה של T, r, F, V ו- $\sigma_V$ , כאשר  $\sigma_V$  היא סטיית התקן של שיעור התשואה של נכסי דסק"ש.

$$DD = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + \left(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2\right)T}{\sigma\sqrt{T}} = \frac{\ln\left(V \cdot e^{\left(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2\right)T}\right) - \ln(F)}{\sigma\sqrt{T}}$$

בנוסחה זו  $\mu$  היא התשואה הצפויה על נכסי החברה (ולא ריבית חסרת סיכון כמו בנוסחת בלק-שולס).

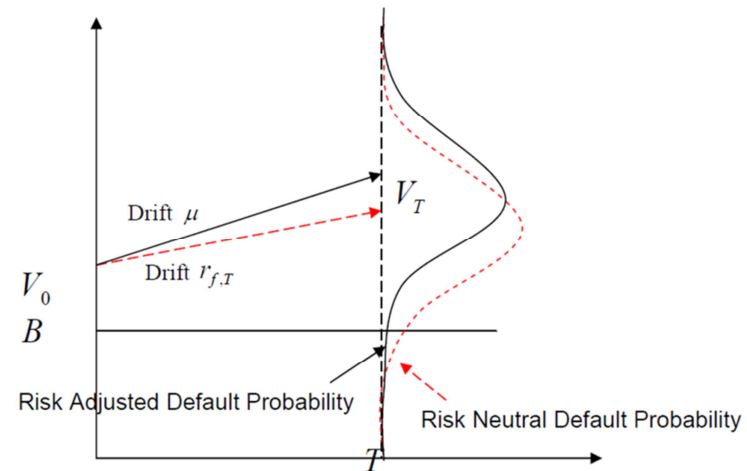
אנו מציעים לבחון את יכולת הפירעון של דסק"ש על סמך המודל הכלכלי וממנו לגזור ההסתברות לבעיית איתנות של דסק"ש בעתיד.

### אומדן אמפירי

המודל הכלכלי, הוא היום מודל מקובל בעולם להערכת סיכויי אשראי (ראה ספרו של דמודראן Damodaran on Valuation בהוצאת Wiley פרק 17, או ספרם של קרוהי, גלאי ומרק Risk Management בהוצאת McGraw-Hill, פרק 9, וכן היישום המסחרי של מודיס-KMV). כדי להפעיל את המודל הכלכלי על דסק"ש עלינו להניח מספר הנחות אשר יפורטו להלן. נציין ונדגיש שכל גישה לנושא, החשבונאית או הכלכלית, מבוססת על הנחות ועל אומדנים סטטיסטיים. מניסיונו הרב בנושא המודל הכלכלי יש יתרונות רבים ובולטים במיוחד היות שהוא נותן אומדנים עקביים למרכיבי הון שונים של הפירמה. בנוסף המודל הכלכלי מאפשר בדיקות רגישות להנחות שונות.

את שווי ההון העצמי, S, אמדנו בחלק הקודם כ- 2.41 מיליארד ש. כעת נאמוד את שווי החוב באופן שמרני יותר.

התרשים הבא ממחיש את ההתפלגות של נכסי החברה האפשריים בזמן T:



נציין שגם חברת KMV, שהיא היום חלק מחברת הדירוג מודיס, יישמה את מודל מרטון והתאימה אותו אמפירית לחברות סחירות, ראשית בבורסת בארה"ב ולאחר מכן גם בארצות אחרות.

מודל KMV מבוסס על אומדן המרחק מבעיית איתנות (Distance to Default - DD), הלוקח בחשבון את מחצית החוב לזמן ארוך של החברה פלוס החוב לטווח קצר (כמחיר מימוש) ומחלק את ההפרש מתוחלת שווי הפירמה בתום שנה בסטיית התקן של נכסי החברה והקירוב לסטיית תקן של נכסי החברה הוא  $V\sigma_V$ . מתוך אומדן ה-DD הם מחלצים את אומדן ה-EDF (Expected Default Frequency) שהוא אומדן להסתברות לבעיית איתנות.

לחברה יש 5 סדרות של איגרות חוב סחירות כדלקמן:

לוח 1: נתוני החוב הסחיר של דסק"ש ל-15.9.2013

שוק שוק (מיליוני ₪)	ש"פ	מח"מ (שנים)	שווי יחידה (אג')	ערך נקוב (מיליוני ₪)	סוג הצמדה	סדרה
1,536	2.95%	1.5	130.5	1,177	מדד	ד
2,053	6.38%	6.5	114.3	1,796	מדד	ו
33	5.49%	1.7	105.9	31	שקלי	ז
229	4.21%	3.1	122.5	187	מדד	ח
1,015	6.34%	2.3	105.4	963	שקלי	ט

לפי לוח 1 הערך הנוכחי של החוב הסחיר ב-5 סדרות איגרות החוב נכון ל-15.9.2013 מגיע לכ-4.9 מיליארד ₪. נסמן את שווי החוב הסחיר ב-B (bond). בנוסף, לחברה יש חוב לטווח ארוך למערכת הבנקאית ולגופים פיננסיים אחרים ששווי בספרי החברה נכון ל-15.9.2013 הוא כ-0.6 מיליארד ₪. כמו כן, לחברה יש חוב לטווח ארוך הכולל הטבות לעובדים, התחייבויות אחרות ונגזרים בסך כולל של כ-0.03 מיליארד ₪. את שווי החוב הלא סחיר נסמן ב-L (loan). הערה: נכון ל-15.9.2013 חלק החוב השוטף בגין איגרות החוב עומד על כ-0.1 מיליארד ₪ וחלק החוב השוטף בגין החזר הלוואות לבנקים עומד על כ-0.7 מיליארד ₪.

אחת הסוגיות היא האם לקחת בחשבון את החוב לטווח קצר בחישוב. הגישה לרוב היא להתעלם מהחוב לטווח קצר מאחר והוא מתקזז מול הנכסים השוטפים, ולכן מקובל לסבור שניתן להתעלם הן מנכסים שוטפים והן מהתחייבויות שוטפות (לחילופין אפשרי להוסיף נכסים שוטפים לשווי החברה, V, ולהוסיף החוב השוטף). ההנחה היא שהנכסים השוטפים אינם מניבים והם מהווים מאגר נזילות המשמש לתשלום החובות השוטפים המידיים. מתוך שמרנות נוסף את חלק החוב השוטף בגין איגרות חוב ואת החזר הלוואות לבנקים ל-B ו-L בהתאמה.

לפיכך, השווי הפנקסני של החוב הלא-סחיר נאמד בסך 1.462 מיליארד ₪.

אמדנו את סטיית התקן של החברה על ידי אומדן סטיית התקן של מניות דסק"ש (על בסיס שעור תשואה שבועי במשך 52 שבועות שקדמו למועד החישוב) ואומדן סטיית התקן של איגרות חוב דסק"ש וכן המתאם האמפירי בין שיעורי התשואה על מניות דסק"ש ועל איגרות החוב של דסק"ש. האומדנים אותם קיבלנו הם כדלקמן:

$$\sigma_S = 55.72\%, \sigma_D = 11.97\%, \rho_{SD} = 43.56\%$$

וכתוצאה מכך, בהנחה שמבנה החוב הוא בקרוב 25% מניות ו-75% חוב אנו מקבלים אומדן סטיית תקן לחברה של  $\sigma_V = 19.58\%$ , כאשר  $L+B=D$

$$\sigma_V^2 = w^2 \sigma_S^2 + (1-w)^2 \sigma_D^2 + 2w(1-w) \sigma_S \sigma_D \rho_{SD}$$

הנחנו שאורך חיי החוב הממוצע בחברה הוא  $T=3.7$  שנים, זאת בהתבסס על מח"מ של איגרות החוב הסחירות. הנחה זו הינה שמרנית (מחמירה) מאחר ומח"מ החוב הלא סחיר קצר במידת מה.

את התוחלת שעור התשואה של החברה בתרחיש הבסיסי אמדנו מתוך מודל ה-CAPM. לפי המודל מחיר ההון, R, מתקבל מהנוסחה הבאה:

$$R = r + \beta_V (R_M - r)$$

כאשר  $R_M$  היא תוחלת התשואה על מדד כל נכסי הסיכון במשך ו- $r$  היא הריבית חסרת הסיכון. ההפרש  $R_M - r$  הוא פרמיית הסיכון של השוק המקומי. ההערכה המקובלת היא שפרמיית הסיכון בישראל היא כ-6% (סימוכין לכך יש באתר של Damodaran מ-NYU).

עבור  $r=2.36\%$  ו  $R_M - r=6\%$  ואומדן  $\beta_V$  של 0.77 לחברה אנו מקבלים אומדן  $R=6.99\%$ . להערכתנו, בהסתמך על רווחיות החברה בעבר וגם בהווה וההערכות לשנים הקרובות, גם לאחר השפעת הרגולציה, החברה צפויה



הישראלי (מעל דירוגה הנוכחי של דסק"ש), שמשמעותו שההסתברות לכושר פירעון מלא היא מעל ל- 99% בשנה. גם נתונים אלה מחזקים את מסקנותינו לעיל.

לתשואה גבוהה יותר על נכסיה. להלן נראה שהאומדן בו השתמשנו הוא שמרני, וכתוצאה מהשימוש ב-  $R=6.99\%$  ההסתברויות המתקבלות הן מוטות כלפי מעלה.

תוצאות הערכת שווי המניות הצביעו על ערך של 2.41 מיליארד ש"ח. שווי האג"ח הסחיר הוא  $B=4.9$  מיליארד ש"ח ושווי הפנקסני של החוב הלא סחיר, נכון ל- 15.9.2013 מגיע לכ-  $L=1.5$  מיליארד ש"ח כך שסך שווי החוב (השמרני) ליום 15.9.2013 הוא  $D=6.3$  מיליארד ש"ח וסך שווי הפירמה ליום 15.9.2013 הוא  $V=8.7$  מיליארד ש"ח. אומדן שער ריבית חסר סיכון לטווח T של 3.7 שנים הוא  $r=2.36\%$ , וסטית התקן של שעור התשואה על הפירמה היא  $\sigma_V = 19.58\%$ .

תוצאת המודל הכלכלי היא שההסתברות השנתית לבעיית איתנות היא כ- 8.74%. לאמור- ההסתברות השנתית להחזר מלוא החוב היא כ- 91.26% שהיא הסתברות גבוהה, שאינה תואמת את דירוג האשראי הלא גבוה של החברה (ilBBB) אלא למעלה מזה.

### 3. מודל KMV לאיתנות פיננסית

בדיקה נוספת אותה ביצענו היא בהסתמך על מתודולוגיית מודיס-KMV. חישבנו את המרחק לבעיית איתנות או כשל ביכולת הפירעון, DD (Distance to Default).

$$DD = \frac{Ve^{rt} - \left( STD + \frac{LTD}{2} \right)}{\sigma_V V}$$

נוסחה זו היא האומדן האמפירי כפי שהוצע על ידי KMV עבור הנוסחה שהוצגה מוקדם יותר. כאשר אנו מחשבים את אומדן DD על סמך נתוני החברה, תוצאת המודל היא  $DD=3.02$ . לפי נתוני מודיס-KMV נתונים אלה מתאימים לדירוג בינלאומי של BB-, המקביל לדירוג ilA בסולם הדירוג

---

פרק אחד עשר – הערכת שווי כלל  
ביטוח

## 11. הערכת שווי כלל ביטוח

(א) כללי

כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (להלן: "כלל ביטוח") הינה חברת אחזקות בתחום הביטוח השנייה בגודלה בישראל. ביום 20 באוגוסט 2013 התקשר התאגיד JT Capital Management (להלן "JT") עם בעלי המניות (להלן "המוכרים") של כלל ביטוח, בהסכם לרכישת 32% מהון מניות החברה (להלן: "ההסכם" ו/או "הסכם הרכישה" ו/או "העסקה"), בתמורה לסך של 1,472 מיליוני ש"ח (צמוד למדד המחירים לצרכן עד למועד השלמת העסקה). יתרת מניות כלל ביטוח מוחזקות באי.די.בי פיתוח בע"מ (להלן: "פיתוח").

במסגרת הסכם הרכישה העניקה פיתוח ל- JT אופציה לרכישת יתרת מניותיהם בחברה (להלן "אופציית ה- Call") ובנוסף, העניקה JT לפיתוח אופציה לחיבה ברכישת יתרת מניותיהם בחברה (להלן "אופציית ה- Put" וביחד עם אופציית ה- Call "האופציות"). אופציית ה- Put ניתנת למימוש במהלך 4 שנים אשר תחילתן שנה לאחר מועד השלמת העסקה. אופציית ה- Call ניתנת למימוש במהלך שנתיים אשר תחילתן 3 שנים לאחר מועד השלמת העסקה. המחיר אשר ישולם במקרה של מימוש אופציית ה- Call יהא לפי שווי חברה שיקבע על פי מכפיל הון עצמי של 1.20 על ההון המיוחס לבעלי המניות של כלל ביטוח במועד מימוש האופציה ובלבד ששווי זה לא יפחת משווי החברה המשתמע הגלום בעסקה. המחיר אשר ישולם בעת מימוש אופציית ה- Put ייקבע פי מכפיל של 1.15 על ההון המיוחס לבעלי המניות של כלל ביטוח במועד מימוש האופציה ובלבד ששווי זה לא יפחת משווי החברה המשתמע הגלום בעסקה. מחירי המימוש מותאמים לדיבידנד.

(ד) הערכת השווי

### 1. מתודולוגיה

בעבודתנו קבענו את שווי כלל ביטוח לתאריך 20.8.2013 על פי השווי הגלום בעסקת מכירת כלל ביטוח ל- JT. תחילה, מצאנו את שווי פרמיית השליטה הגלומה בעסקת המכירה. לאחר מכן, ניכינו משווי חלקה של פיתוח בכלל ביטוח את פרמיית השליטה שמצאנו והשתמשנו בשווי זה לצורך קביעת שוויין

ההוגן של האופציות המשובצות בעסקת המכירה. לבסוף, קבענו את שווי חלקה של פיתוח בכלל ביטוח ללא שליטה אך כולל שווי אופציית ה- Put.

### 2. תמצית נתוני העסקה

מועד העסקה	20/08/2013
העסקה במיליוני דולר	413
שע"ח	3,568
העסקה במיליוני ש"ח	1,472
אחוז המניות שנרכש	32.0%
<b>השווי המשתמע הגלום בעסקה כולל שליטה</b>	<b>4,600</b>
ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות למועד העסקה	3,547
הערך הגלום (EV) הידוע במועד העסקה	10,148
מכפיל ה- EV המשתמע הגלום בעסקה	0.45

### 3. ניתוח כימות שווי השליטה

בעבודתנו, הערכנו את שווי השליטה בהתאם להערכת פרופ' ברנע, דהיינו, 5% (הטווח הנמוך המקובל בחברות ביטוח בישראל). בהתאם, שווי כלל ביטוח בניכוי פרמיית שליטה נאמד בכ- 4,200 מיליוני ש"ח, המשקף מכפיל הון עצמי של כ- 1.18 על ההון המיוחס לבעלי המניות של כלל ביטוח.

### 4. מתודולוגיה להערכת שווי האופציות הגלומות בהסכם

(I) בעבודתנו הערכנו את שווייה של אופציית הרכש (Call) שבידי JT כ- 0 שכן במכלול מצבי הטבע האפשריים אשר בחנו, אופציית ה- Call היא נכנסת בתוקף, לחילופין ערכה אפס או לחילופין חילופין היא מהווה Option to Fair Value Price, אשר אף ערכה אינו מהותי.

(II) לגבי אופציית המכר (Put) שבידי פיתוח, כיוון שבכל אחד מן המקרים מחיר המימוש המשתנה (בהתאם להון המיוחס לבעלי המניות של כלל ביטוח, במקרה דנן) משקף שווי חברה, הרי שאין זה כלכלי עבור פיתוח לממש את זכותה למכור במחיר זה ולמעשה תוספת המימוש האפקטיבית

לצורך קביעת שווייה ההוגן של אופציית ה-Put הינו מחיר המימוש הקבוע, הנגזר ממכפלת שיעור יתרת מניות כלל ביטוח המוחזקות על ידי פיתוח (23%) מוכפל בשווי האקוויטי הנגזר מהעסקה (4,600 מיליוני ש"ח), ובקיצור כ- 1,058 מיליוני ש"ח. אופציית ה-Put הוערכה על ידנו באמצעות המודל התרינומי.

קיימות שיטות רבות להערכת שווי אופציות (אופציות המשובצות בהסכם, במקרה דנן שלפנינו) המבוססות ברובן על מתודולוגיות של רציפות או קירוב לרציפות, כגון מודל בלק-שולס, המודל הבינומי של קוקס-רוס-רובינשטיין, המודל התרינומי של בויל, מודל מונטה-קרלו של בויל וכן שיטות הפרש סופי (Finite Difference Method).

היות וחישוב הערך הכלכלי על בסיס מודל בלק-שולס-מרטון אינו מביא בחשבון את חסימתה של אופציית ה-Put לתקופת החסימה שפורטה בהסכם מחד ומניח כי אופציית ה-Put תמומש ביום האחרון האפשרי טרם פקיעתה (קרי, אופציה אירופאית), הרי שהמודל האמור איננו מתאים להערכת שווייה של אופציית ה-Put. הואיל ואופציית ה-Put ניתנת למימוש במהלך תקופת המימוש שפורטה בהסכם, בכל עת עד למועד פקיעתה (קרי, אופציה אמריקאית), הרי שקיימת סבירות למימוש מוקדם של האופציה לאורך משך חייה. לפיכך, המתודולוגיה בה השתמשנו לצורך הערכת שווי אופציית ה-Put הינה שימוש במודל התרינומי של בויל (500 איטרציות) להערכת שווי אופציה ברמודית (קרי, אופציה אמריקאית עם תקופת חסימה).

המודל התרינומי לתמחור אופציות הינו מודל פיננסי המספק שיטה נומרית להערכת אופציות המבוססת על אסטרטגיה חסרת סיכון. שווי האופציה המחושבת במודל נאמד על ידי תהליך רקורסיבי ממועד הפקיעה למועד החישוב על בסיס צמתי החלטה במודל, כאשר בכל צומת החלטה (אופציה אמריקאית, במקרה דנן) המשקיע צפוי לבחור בגבוה מבין השווי הפנימי (קרי, הרווח ממימוש האופציה) לבין התוחלת המהוונת של הצמתים העוקבים במודל.

## 5. הנחות עבודתנו בחישוב שווי אופציית ה-Put

### א. מועד החישוב

מועד החישוב הינו 20 באוגוסט 2013 (להלן: "מועד החישוב").

### ב. נכס הבסיס

שווי נכס הבסיס ששימש בחישוב, אופציית ה-Put הינו כ- 966 מיליוני ש"ח, המשקף את חלקה של פיתוח (23%) בכלל ביטוח ללא פרמיית שליטה על פי התחשיב להלן:

#### חישוב שווי חלקה של אי.די.בי. פיתוח בכלל ביטוח לאחר העסקה

שווי כלל ביטוח ללא פרמיית שליטה	4,200
אחוז המניות שנתר	23%

חלקה של אי.די.בי. פיתוח בכלל ביטוח ללא פרמיית שליטה **966**

### ג. תקופת החסימה

על פי תנאי ההסכם, אופציית ה-Put חסומה ממועד חתימת ההסכם ועד תום שנה ממועד חתימת ההסכם, לאמור מיום 20 באוגוסט 2013 עד ליום 20 באוגוסט 2014, ובסה"כ 1.00 שנים.

### ד. תקופת המימוש

על פי תנאי ההסכם, אופציית ה-Put ניתנת למימוש משנה מתום ממועד חתימת ההסכם ועד תום 5 שנים ממועד השלמת העסקה, לאמור מיום 20 באוגוסט 2013 עד ליום 15 באוקטובר 2018, ובסה"כ 4 שנים. לפיכך, משך חיי האופציה שנלקח לצורך בחישוב אופציית ה-Put הינו 5.16 שנים.

### ה. תוספת המימוש האפקטיבית

תוספת המימוש האפקטיבית ששימשה בחישוב אופציית ה-Put הינה כ- 1,058 מיליוני ש"ח, הנגזר ממכפלת שיעור יתרת מניות כלל ביטוח המוחזקות על ידי פיתוח (23%) מוכפל בשווי האקוויטי הנגזר מהעסקה (4,600 מיליוני ש"ח).

### ו. ריבית חסרת סיכון

כאומדן לשיעור הריבית חסרת הסיכון בחנו את שיעור התשואה לפדיון של איגרות חוב של מדינת ישראל מסוג ממשלתית שקלית (סדרות 0219

ו- 0120 בעלות משך חיים ממוצע של 4.81 ו- 5.58 שנים, בהתאמה), ליום 20 באוגוסט 2013. שיעור הריבית חסרת הסיכון אשר שימש בחישובינו התקבל באמצעות אינטרפולציה לינארית פשוטה על שיעורי תשואה אלה (2.80% ו- 3.17%, בהתאמה) לתקופה של כ- 5.16 שנים ונאמד בכ- 2.97%. בחישוב אופציית ה-Put השתמשנו בשיעור זה כריבית חסרת הסיכון.

**ז. התאמה בגין חלוקת דיבידנד ומניות הטבה**

כאמור בתנאי ההסכם, התוכנית מתואמת לחלוקת דיבידנד, מניות הטבה והנפקת ניירות ערך בתנאים עדיפים. לפיכך, היות והתוכנית מותאמת לדילול, אין לחלוקה זו השפעה על שווי האופציות, ועל כן תשואת הדיבידנד בחישוב אופציית ה-Put הינה 0%.

**ח. התנדויות הנורמטיבית הצפויה**

התנדויות הנורמטיבית הצפויה אשר שימשה בחישוב אופציית המכר מבוססת על נתוני כלל ביטוח לשלוש השנים אשר קדמו למועד החישוב. הסיבה שלא השתמשנו במודל בסטיית התקן (שבועית בחישוב שנתי) נורמטיבית ביחס לאורך חיי האופציה על התפלגות הנורמלית של הלוגריתם הטבעי של תשואות המניה השבועיות מיום 24 ליוני 2008 (כ- 5.16 שנים) כ- 50%, הינה מתוך רצון להימנע מהתנדויות החריגה בגין משבר האשראי העולמי אשר פקד גם את השווקים הפיננסיים בישראל החל מהרבעון השני של שנת 2008 ושלהערכתנו איננה משמשת כקירוב אמדן סביר לסטיית התקן של המניה לשנים הבאות. לפיכך, לצורך חישוב אופציית ה-Put אמדנו את סטיית התקן של נכס הבסיס בכ- 35.0%, אשר נבחרה לשקף את התנדויות הנורמטיבית הצפויה, לאחר התייצבות תנודות המניה לאחר גמר תהליכי מכירת כלל ביטוח ומוערכת כמשקפת באופן כלכלי נאות יותר את התנהגות המניה הצפויה על פני סטיות התקן הארוכות שלה.

**6. ריכוז תוצאת חישוב שווי אופציית ה-Put**

**להערכתנו, שוויה של אופציית ה-Put המשובצת בהסכם ליום 20 באוגוסט 2013, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, נאמד ב- 288.1 מיליוני שקלים חדשים.**

לשם הנחות ולמען ההשוואה, להלן ניתוח רגישות דו פרמטרי לשווי אופציית ה-Put ביחס לשינויים ב- (i) חלקה של פיתוח בכלל ביטוח (הפועל על השווי ביחס ישר) ו- (ii) התנדויות הנורמטיבית הצפויה של תשואות שווי נכס הבסיס (הפועלת על השווי ביחס ישר):

שווי אופציית המכר של אי.די.בי. פיתוח על כלל ביטוח  
(במיליוני שקלים חדשים)

	1,063	1,014	966	918	869	
התנדויות	284	299	316	334	353	38.50%
הנורמטיבית	269	285	302	320	340	36.75%
הצפויה	255	271	<b>288</b>	307	327	35.00%
	240	257	274	294	315	33.25%
	226	242	260	280	302	31.50%

**7. שווי שוק**

שבנו ובחנו את שווי השוק של כלל ביטוח בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית כלל ביטוח בתקופה האמורה. שווי השוק של כלל ביטוח הסתכם בחצי השנה אשר קדמה למועד עבודתנו בטווח של 3,740 – 3,141 מיליון שקלים חדשים (בשנה החודשים אשר קדמה למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 3,740 – 2,149 מיליון שקלים חדשים, בשנה וחצי אשר קדמו למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 3,740 – 1,713 מיליון שקלים חדשים ובשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו הסתכם שווי זה בטווח של 3,740 – 1,713 מיליון שקלים חדשים). למועד עבודתנו עומד שווי השוק של כלל ביטוח על כ- 3,550 מיליון שקלים.

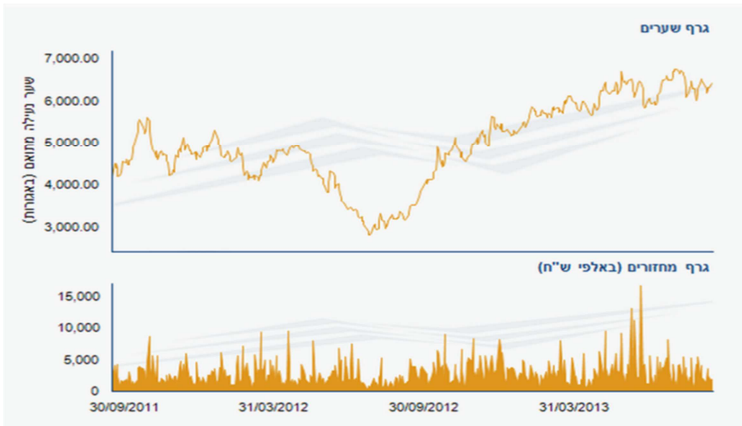




להלן גרף שווי השוק של כלל ביטוח לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו  
(במיליון שקלים חדשים):



להלן גרף מניית כלל ביטוח לשנתיים אשר קדמו למועד עבודתנו:



המסחר במניות כלל ביטוח מתאפיין בסחירות גבוהה, כדלקמן:

**נתוני סחירות לשנתיים שנתיים ב- 15 בספטמבר 2013**

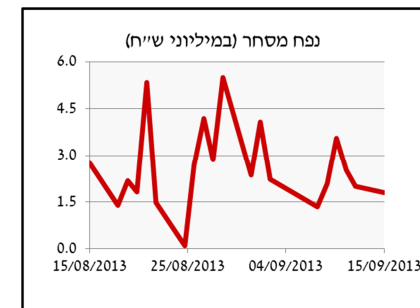
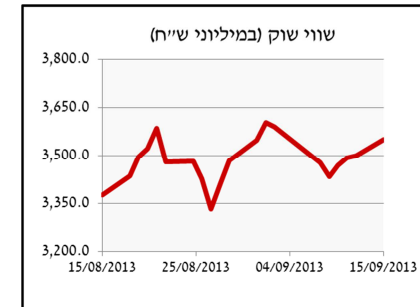
מספר עסקאות יומיות	Average	Max
0	222	1,576
0.00%		
2,778,128		
92.26%		
51,235		
0.09%		

ימים ללא מסחר כלל:  
 באחוזים מסך ימי המסחר:  
 מחזור מסחר יומי ממוצע (ש"ח):  
 באחוזים משווי שוק ממוצע:  
 מחזור מסחר יומי ממוצע (יחידות):  
 באחוזים מסך הון רשום למסחר ממוצע:

בשל סחירות גבוהה זו, מחירי המניות בשוק אינם צפויים להציג שינויים מהותיים בין שווי החברה הפנימי, המשתקף מתזרימי המזומנים הצפויים שלה, מהווים בשיעור היוון סביר, לבין מחיר מנייתה בבורסה.



בנוסף בחנו את המחיר הממוצע ל- 30 יום שקדמו למועד ההערכה.



להלן קומץ נתונים סטטיסטיים של המדגם שנלקח:

תמצית סטטיסטית	
נמוך	3,332.3
ממוצע	3,484.8
חציון	3,482.5
גבוה	3,603.5

ממוצע שווי השוק של כלל ביטוח בבורסה לניירות ערך בתל אביב ב- 30 הימים שקדמו למועד עבודתנו, על בסיס מחיר מניית כלל ביטוח בתקופה

האמורה נאמד בכ- 3,484.8 מיליוני ש"ח וקרוב יחסית לחציון שהינו כ- 3,482.5 מיליוני ש"ח. שווי השוק המקסימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 3,603.5 מיליוני ש"ח ושווי השוק המינימלי בתקופה האמורה עמד על כ- 3,332.3 מיליוני ש"ח.

#### 8. שווי הוגן לעומת שווי שוק

בספרות המקצועית קיימים הסברים רבים להפרש בין הפער שבין שווי כלל ביטוח הגלום בעסקה ללא פרמיית שליטה (4,200 מיליוני ש"ח) למחירי מניות כלל ביטוח בשוק. הסיבות לכך מגוונות ונובעות בין היתר משיקולי מסחר, סנטימנט כללי או ענפי בשוק, שיקולי מיעוט/רוב/שליטה/סחירות וכיוצא בזה. ההפרש בין שווי כלל ביטוח בעסקת המכירה למחירי מניות בשוק נובע, בין היתר, מהסנטימנט השלילי בו מצויה אי.די.בי פיתוח (חברת האם של כלל ביטוח), שתורם להבנת המשקיעים לעובדה שיש בידי פיתוח להפעיל

לחץ מסוים על כלל ביטוח, בנוסף הימצאותה של כלל ביטוח זמן רב על המדף, דבר שנתפס על ידי המשקיעים בשוק כ"נורה אדומה" ובכך פגע בשווי השוק שלה ולבסוף העובדה שמימוש הנכסים (הלא טובים לדעתה של כלל ביטוח) שביצעה כלל ביטוח (כמו למשל, כלל פיננסים) פגע בהונה העצמי.

#### 9. סיכום תוצאת הערכת השווי

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת כלל ביטוח בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בתוחלת בכ- 4,200 מיליון שקלים חדשים.

טווח שווי חברה		אחוז המניות המניקות	אחוז המניות שנמכרו	טווח שווי חברה		שווי כלל ביטוח הגלום בעסקה (המקפל בתוכו שווי שליטה) פרמיית שליטה (בגילום מלא)
נמוך	גבוה			נמוך	גבוה	
1,472	1,472	32.00%	4,600	4,600	9.5%	שווי כלל ביטוח ללא פרמיית שליטה
966	966	23.00%	4,200	4,200	9.5%	שווי הוגן אופציות ה-Put
288	288					שווי חלק אי.די.בי פיתוח בכלל ביטוח
<b>2,726</b>	<b>2,726</b>					



**10. התייחסות להערכת השווי של MNS**

בהערכת השווי הקודמת שנערכה בחודש מאי 2013 על ידי מעריכי השווי מחברת MNS, לצורך הערכת שווייה של כלל ביטוח נעשה שימוש בשיטת המכפיל. שיטת המכפיל ישימה לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי המוערך, אך אינה מהווה שיטת אמידה מדויקת. יתרונה העיקרי של השיטה הינו פשטותה ומהירותה ביחס לשיטות אחרות. חסרונה העיקרי של השיטה הינו היעדר התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על אומדן השווי המסוים של הפעילות המוערכת, בשונה מפעילויות אחרות מתחום דומה, לרבות שוקי יעד שונים, שיעור צמיחה, שינוי בתמהילי ההכנסות, ההוצאות או מבני הון שונים.

להלן השוואת תוצאות הערכת שווי חלקה של פיתוח בכלל ביטוח (בנטרול פרמיית שליטה) כפי שהוערכו על ידי מעריכי השווי של חברת MNS ייעוץ ל- 31.05.2013 ובעבודתנו ל- 20.8.2013:

MNS		שווי פנימי		שיטת ההערכה מתודולוגיה
נמוך	גבוה	נמוך	גבוה	
שיטת המכפיל		שווי עסקה (טרם הושלמה)		
השווי הכולל בעסקת כלל ביטוח מכפילי ה- EV ו- BV מעסקת מגדל		השווי הכולל בעסקת כלל ביטוח		
<i>מיליוני ש"ח</i>				
2,310	2,420	2,726	2,726	שווי חלק אי.די.בי פיתוח בכלל ביטוח

הפרש	הפרש	MNS	שווי פנימי	
%	(במיליוני ש"ח)			
13%	306	2,420	2,726	גבוה
18%	416	2,310	2,726	נמוך

---

פרק שניים עשר – הערכת שווי  
אי.די.בי פיתוח

## 12. הערכת שווי אי.די.בי. פיתוח

### (א) כללי

אי.די.בי פיתוח התאגדה בשנת 1981 לפי חוקי מדינת ישראל. באותה הוצעה לראשונה ניירות ערך של אי.די.בי פיתוח לציבור, ובמהלך השנים ביצעה אי.די.בי פיתוח הנפקות נוספות של ניירות ערך שלה לציבור בבורסה. ניירות ערך של אי.די.בי פיתוח רשומים למסחר בבורסה.

אי.די.בי פיתוח הינה חברת אחזקות מהגדולות בישראל המשקיעה, בעצמה ובאמצעות חברות בת וחברות מוחזקות שלה, בחברות הפועלות בעיקר בענפי התקשורת, הנדלין, מסחר ושירותים, הפיננסים והאגרו כימיה. אי.די.בי פיתוח משקיעה בדרך כלל בחברות באופן המקנה לה השפעה על הנחייתן וניהולן. אי.די.בי פיתוח פועלת לאיתור השקעות בעלות תשואה פוטנציאלית הולמת, ובמקביל שואפת לקדם ולהשיא את ערכן של ההשקעות הקיימות עד מכירתן במקרים המתאימים.



### (ב) תחומי פעילות

אי.די.בי פיתוח מחזיקה בחברות הבאות:

- (I) **כור** - כור הינה חברת אחזקות ציבורית שהתאגדה בישראל, אשר מניותיה ואגרות חוב שלה רשומות למסחר בבורסה, ובאמצעותה מחזיקה אי.די.בי פיתוח, בין היתר, מניות של מכתשים אגן ומניות של קרדיט סוויס.
- (II) **דסק"ש** - דסק"ש הינה חברת אחזקות חצי-ציבורית (קרי, תאגיד מדווח) שהתאגדה בישראל, אשר אגרות החוב שלה רשומות למסחר בבורסה, ובאמצעותה מחזיקה אי.די.בי פיתוח, בין היתר, מניות של סלקום, שופרסל, נכסים ובנין, גיוון אימגיינג ואלרון.
- (III) **אי.די.בי תירות** - הינה חברת אחזקות פרטית שהתאגדה בישראל, ובאמצעותה מחזיקה אי.די.בי פיתוח, בין היתר, מניות של ישראייר,

המילניום השלישי ואופן סקיי בהפעלת טיסות שכר למגוון יעדים חוץ לישראל, הפעלת טיסות סדירות וטיסות שכר פנים ארציות, מכירה ושיווק של חבילות נופש ותיירות, וייצוג חברות תעופה זרות.

(IV) **IDBG** - הינה חברת אחזקות פרטית שהתאגדה בישראל, ובאמצעותה מחזיקה אי.די.בי פיתוח, בין היתר, מניות של CVC ומודיעין.

(V) **כלל ביטוח** - כלל ביטוח הינה חברת אחזקות ציבורית שהתאגדה בישראל, אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה, ובאמצעותה פעילה אי.די.בי פיתוח, בין היתר, בתחומי הביטוח, הפנסיה והגמל והשירותים הפיננסים וכן באחזקת נכסים ועסקים ריאליים ואחרים (כדוגמת החזקת סוכנויות ביטוח) ומהווה אחת מקבוצות הביטוח הגדולות בישראל.

### (ג) הערכת השווי

#### 1. המתודולוגיה

שיטת הנכסים המותנים (גישת מרטון) שימשה להערכת שווי החוב וההון העצמי של אי.די.בי פיתוח. על פי גישת מרטון בעלי המניות של אי.די.בי פיתוח הנם בעלי אופציה להחזיר את חובות אי.די.בי פיתוח כאשר שווייה ביום פקיעת החובות גבוה מערך הפדיון, או להעביר את אי.די.בי פיתוח לבעלות המלווים כאשר ערך הפדיון עולה על שווי אי.די.בי פיתוח.

שווי האופציה של בעלי המניות הנו ערך השיר של אי.די.בי פיתוח לאחר החזרת החובות. יתרון השיטה הנו בכך שלא נדרשים הנחות על שיעורי היוון אשר עשויים להשפיע באופן משמעותי על תוצאת ההערכה. לחילופין, נעשה שימוש בפרמטרים אשר ניתנים להערכה באופן אמפירי. להלן הפרמטרים העיקריים אשר נעשה בהם שימוש:

- מח"מ החוב
- סטיית התקן של נכס הבסיס
- ריבית חסרת סיכון
- שווי נכס הבסיס

• ערך החוב העתידי

2. שווי כלכלי אי.די.בי פיתוח

את שווי הפירמה, V, נאמוד כסך הצברם של חלקי אי.די.בי. פיתוח בשוויין הכלכלי של החברות שמתחתיה.

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה	
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה
42	42	100.0%	42	42
42	42			

שווי פנקסי אי די בי תיירות  
שווי חלק אי די בי פיתוח באי די בי תיירות

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה	
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה
17	17	100.0%	17	17
17	17			

שווי פנקסי של CVC, אחזקות במודיעין, המטוס  
שווי חלק אי די בי פיתוח בנכסים אחרים

בחישוב הערך הנוכחי של זרמי התקבולים נטו הצפויים, מתקבל שווי של  $V_0 = 5,685$  מיליוני ₪ (תוחלת הטווח שבין 5,541-5,832 מיליוני ש"ח). בנוסף לחברה יש יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בשווי 1,095 מיליון ש"ח, נכון ל-15.9.2013. את יתרות המזומן, שווי המזומן וההשקעות הנזילות אנחנו מוסיפים לערך התפעולי של החברה  $V = 6,780$  מיליוני ₪.

בשלב זה נשתמש במודל גלאי- מסוליס (1976) ומודל מרטון (1974) כדי למצוא את שווי ההון העצמי של אי.די.בי פיתוח ואת שווי החוב שלה. המודל שייך למשפחת הנכסים הנגזרים (Contingent Claim Approach). סך שווי הפירמה, V, מתחלק כאמור בין שווי החוב (D) וההון העצמי (S):

$$V = D + S$$

עבור הלוואות "בלון", ללא תשלומי ביניים אלא תשלום אחד הכולל קרן וריבית מצטברת ביום הפקיעה ניתן לפתור את המודל בעזרת מודל בלק-קוקס (1996). נציין גם שהשיטות כמו זו המוצעת על ידי בלק וקוקס ואחרים, אשר מתוארות במאמר של גלאי, רביב ווינר (2007), מאפשרות להעריך איגרות חוב והון עצמי כאשר פשיטת הרגל יכולה להיות בתאריך מוקדם מתאריך פירעון החוב. בעקבות בלק וקוקס מכניסים למודל פונקציה של ערך האג"ח הנומינלי לאורך זמן, וכאשר שווי הפירמה יורד מתחת לפונקציה זו יש אפשרות להכיר בכך כאירוע של פשיטת רגל. המאמר של גלאי, רביב ווינר מכליל את כל הגישות הללו. חולשת הגישות הן בכך שהכלל המגדיר אירוע של פשיטת רגל

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה	
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה
1,650	1,918	73.90%	2,233	2,595
1,650	1,918			

שווי כלכלי דסק"ש  
שווי חלק אי די בי פיתוח בדסק"ש

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה	
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה
2,310	2,310	55.0%	4,200	4,200
10.0%	10.0%			
231	231	100.0%		
288	288			
2,829	2,829			

שווי כלכלי כלל ביטוח פרמיית השליטה  
שווי השליטה בכלל ביטוח שווי כלכלי של האופציה הגלומה בתנאי העסקה לאי די בי פיתוח  
שווי חלק אי די בי פיתוח בכלל ביטוח

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה	
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה
394	418	13.40%	2,940	3,122
-398	-398		-2,972	-2,972
452	452		3,372	3,372
448	472		3,340	3,522

שווי כור שהוסכם במי"מ בין הצדדים בניכוי החזקה במניית קרדיט סוויס נכון ל-30.6.2013 בתוספת החזקה במניית קרדיט סוויס נכון ל-15.9.2013  
שווי חלק אי די בי פיתוח בכור

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה	
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה
555	555	50.0%	1,110	1,110
555	555			

שווי פנקסי IDBG  
שווי חלק אי די בי פיתוח ב-IDBG



שנים היא 2.32% לשנה באמצעות אינטרפולציה לינארית על שיעורי התשואה לפדיון של אגרות חוב של ממשלת ישראל מסוג שחר (סדרות 0217 ו-0118) נכון ליום 15 בספטמבר 2013 לתקופה של 3.58 שנים. האופציה היא על נכס הבסיס,  $V$ , שערכו הנוכחי הוא 6,780 מיליוני ₪. הפרמטר האחרון הנחוץ לחישוב ערך ההון העצמי כאופציה על שווי נכסי החברה הוא סטיית התקן של שעור התשואה של נכסי החברה,  $\sigma_V$ .

היות ומניית אי די בי פיתוח איננה נסחרת והואיל ואיגרות החוב שלה אי די בי פיתוח אינן מייצגות אומדן סביר לסטיית התקן של חוב אי די בי פיתוח, בחרנו להשתמש באומדני סטיות התקן של דיסקונט השקעות, אשר בשליטתה ובבעלותה של אי די בי פיתוח.

לפיכך, אמדנו את סטיית התקן של החברה על ידי אומדן סטיית התקן של מניות דסק"ש (על בסיס שעור תשואה שבועי במשך 52 שבועות שקדמו למועד החישוב) ואומדן סטיית התקן של איגרות חוב דסק"ש וכן המתאם האמפירי בין שיעורי התשואה על מניות דסק"ש ועל איגרות החוב של דסק"ש. האומדנים אותם קיבלנו הם כדלקמן:

$$\sigma_S = 55.72\%, \sigma_D = 11.97\%, \rho_{SD} = 43.56\%$$

בהנחה שמבנה ההון של אי.די.בי פיתוח הוא בקרוב 25% מניות ו-75% חוב

אנו מקבלים אומדן סטיית תקן לחברה של  $\sigma_V = 19.58\%$  באמצעות הצבת האומדנים האמפיריים בנוסחה הבאה:

$$\sigma_V^2 = w^2 \sigma_S^2 + (1-w)^2 \sigma_D^2 + 2w(1-w) \sigma_S \sigma_D \rho_{SD}$$

במודלים אינו מבוסס על מציאות אמפירית או על הגיון כלכלי המוסכם על הקהילה האקדמית ו/או העסקית.

מאחר ואנו דנים במספר איגרות חוב עם תזרימי קופונים וקרן, בעוד שמודל האופציות דורש תאריך אחד ומחיר מימוש אחד לתאריך המימוש, הרי שאפשר במקרה שלנו להמיר את איגרות החוב על תזרימיהן לאיגרת חוב אחת עם קופון אפס לפי המח"מ (ראו גם בספר של דמודראן Corporate Finance (1997) עמ' 761 להתייחסות לשיטה זו).

הנתונים לגבי החוב הם כדלקמן:

קופון		שווי ספרים				
נומינלי	אינפלציה	קופון	מח"מ	הצמדה	מיליוני ש"ח	סדרה
7.00%	2.50%	4.50%	2.37	מדד	1,782	סדרה ז
6.60%	2.50%	4.10%	0.10	מדד	54	סדרה ח
7.45%	2.50%	4.95%	7.27	מדד	1,311	סדרה ט
6.60%		6.60%	2.18	שקלי	698	סדרה י
7.45%	2.50%	4.95%	2.79	מדד	1,929	הלוואות
<b>7.20%</b>			<b>3.58</b>		<b>5,774</b>	

המח"מ בטבלה מבוסס על נתוני Bizportal.

כעת נתייחס לחובות האמורים כחוב אחד אשר ערכו הנוכחי כיום הוא 5,774 מיליון ₪, המח"מ הממוצע שלו 3.58 והקופון הממוצע במונחי שקל נומינלי הוא 7.20% (כולל הנחת אינפלציה מקומית של 2.5% לשנה).

על סמך חיבור החוב וההתייחסות אליו כהלוואת "בלון" ל-3.58 שנים, וקופון ממוצע של 7.20% לשנה, לחברה התחייבות לשלם עוד 3.58 שנים סך של  $5,774 \cdot (1+7.20\%)^{3.58} = 7,406$  מיליון ₪.

את שווי ההון העצמי נקבל כשווי של אופציית רכש ל-3.58 שנים (לפי המח"מ המשוקלל של החוב), ו"מחיר המימוש" הוא הערך לפירעון של החוב שחושב לעיל (7,406). שיעור הריבית השקלית הנומינלית ללא סיכון למח"מ של 3.58



עתה נציב את הפרמטרים לעיל בנוסחת בלק-שולס כדלקמן:

$$S = C_{BS} (V = 6,780, T = 3.58, K = 7,406, \sigma_v = 19.58\%, R = 2.32\%)$$

$$= 6,780 \cdot N(d_1) - 7,406 \cdot e^{-0.0232 \cdot 3.58} \cdot N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{6,780}{7,406}\right) + \left(0.0232 + \frac{0.1958^2}{2}\right) \cdot 3.58}{0.1958 \cdot \sqrt{3.58}}$$

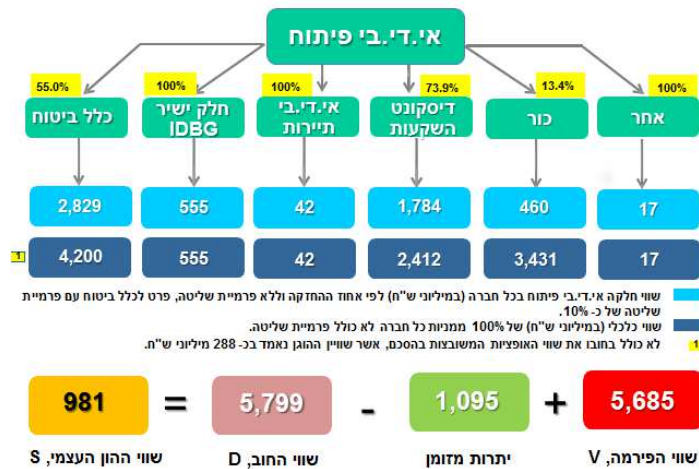
$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{6,780}{7,406}\right) - \left(0.0232 + \frac{0.1958^2}{2}\right) \cdot 3.58}{0.1958 \cdot \sqrt{3.58}}$$

ונקבל ששווי ההון העצמי הוא  $S = 981$ .

ומכאן נקבל שהשווי הנוכחי של החוב הוא:

$$B = V - S = 6,780 - 981 = 5,799$$

להלן פירוט תוצאות הערכת שווי אי.די.בי פיתוח ליום 15.9.2013:



### 3. סיכום תוצאת הערכת השווי

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת אי.די.בי פיתוח בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 901-1,067 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 981 מיליון שקלים חדשים).

### ד) בחינת יכולת פירעון ואיתנות פיננסית

#### 1. המתודולוגיה

במקום לבצע את הניתוחים המקובלים, המסורתיים לבחינת יכולת הפירעון של אי.די.בי. פיתוח, המבוססים על מאזן אי.די.בי. פיתוח, על בחינה השוואתית של יחסים פיננסיים ועל תחזית תזרים מזומנים לעתיד, אנו מציעים גישה אנליטית-כלכלית המבוססת על מודל מרטון (1974) ומודל גלאי-מסוליס (1976) עם התאמות נדרשות כפי שיוסבר בהמשך (להלן: "המודל הכלכלי").





מודל מרטון בצורתו הפשוטה מניח שלא.די.בי. פיתוח יש חוב שמשך חייו הוא T שנים, ובתום T שנים אי.די.בי. פיתוח מתחייבת להחזיר לבעלי החוב את הקרן והריבית הצבורה שהובטחה ובסה"כ התחייבה להחזיר F.

בתנאים אלה הראה מרטון (1974) שהחוב הקונצרני הוא התחייבות מותנת שניתנת להערכה כלכלית באופן הבא:

$$D = Fe^{-rT} - P$$

כאשר  $e^{-rT}$  הוא גורם ההיוון ללא סיכון לתזרים מזומנים שצפוי להתקבל בוודאות בזמן T, P הוא שווי אופציית מכר על הפירמה, V, לזמן מימוש T כאשר מחיר המימוש הוא F. שווי האופציה ניתן לחישוב על סמך מודל בלק-שולס (1973) בהתקיים הנחות המודל והוא פונקציה של T, r, F, V ו- $\sigma_V$ , כאשר  $\sigma_V$  היא סטיית התקן של שיעור התשואה של נכסי אי.די.בי. פיתוח.

גלאי-מסוליס (1976) הראו ששווי ההון העצמי בתנאים דומים הוא אופציית רכש (Call) על הפירמה וזמן מימוש T במחיר מימוש F. וגם ההון העצמי יחושב על סמך מודל בלק-שולס כדי לקבל שווי כלכלי של ההון העצמי, בהנחה שהתנאים הנדרשים מתקיימים. באופן ספציפי, שווי החוב יהיה לפיכך:

$$D = Fe^{-rT} - (V \cdot N(-d_1) + F \cdot e^{-rT} \cdot N(-d_2)) = F \cdot e^{-rT} \cdot N(d_2) + V \cdot N(-d_1)$$

כאשר N(d) היא פונקציית ההתפלגות המצטברת הנורמלית סטנדרטית עד לנקודה d ו-

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{Fe^{-rT}}\right) + \frac{1}{2}\sigma^2 T}{\sigma\sqrt{T}}, d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

יתרון חשוב של המודל הכלכלי הוא שאין צורך לאמוד את זרם התקבולים העתידי נטו של אי.די.בי. פיתוח ולמצוא גורם היוון מתאים להון הזרמים העתידיים כדי לקבל ערך נוכחי, היות שכל המידע הקיים בשוק, לרבות לעניין התחרות בענף, גורמי הסיכון והרגולציה הקיימת והצפויה, מגולם למעשה במחיר המניות ואיגרות החוב הסחירות של אי.די.בי. פיתוח.

מאחר ואיגרות החוב של אי.די.בי. פיתוח נסחרות בדיסקאונט ממוצע של כ-18% מתחת לערך המתואם, הרי ששווי השוק שלהן אינו מהווה אינדיקציה טובה לשווי חובה של אי.די.בי. פיתוח הרי שלא נוכל להשתמש בשווי השוק שלהן אלא בשוויין בספרי אי.די.בי. פיתוח. מאחר ולא ניתן לקבוע בוודאות מהן ההנחות המתאימות, אנו לוקחים אומדנים שלהערכתנו משקפים באופן טוב וסביר את הפרמטרים הנכונים, ובנוסף אנו מבצעים בדיקות רגישות עבור אומדנים שונים שישקפו הבדלי הערכות אפשריים וסבירים.

פער	הפער	סוג הצמדה (מיליוני ₪)	ערך נקוב שווי יחידה ערך מתואם	גובה חציון ממוצע נמוך
-22%	125.18	1,350	ממד	זדרה ז
-7%	128.29	40	ממד	זדרה ח
-28%	126.68	981	ממד	זדרה ט
-16%	105.04	630	שקלי	זדרה י
-28%	גבוה			
-19%	חציון			
-18%	ממוצע			
-7%	נמוך			

המודל הכלכלי מבוסס על אומדן שווי פעילות אי.די.בי. פיתוח (הנגזר משווי חלקה בחברות הבת), בערכים נוכחים (נכון ל-15.9.2013) שנסמן אותו להלן באות V. שווי הפירמה מתחלק באופן כללי בין בעלי החוב השונים לבין מחזיקי ההון העצמי. נסמן את סך שווי החוב וההון העצמי בערכים נוכחיים D ו-S, בהתאמה.



מודל KMV מבוסס על אומדן המרחק מבעיית איתנות (Distance to Default), הלוקח בחשבון את מחצית החוב לזמן ארוך של החברה פלוס החוב לטווח קצר (כמחיר מימוש) ומחלק את ההפרש מתוחלת שווי הפירמה בתום שנה בסטיית התקן של נכסי החברה והקירוב לסטיית תקן של נכסי החברה הוא  $V\sigma_V$ . מתוך אומדן ה-DD הם מחלצים את אומדן ה-EDF (Expected Default Frequency) שהוא אומדן להסתברות לבעיית איתנות.

$$DD = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + \left(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2\right)T}{\sigma\sqrt{T}} = \frac{\ln\left(V \cdot e^{\left(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2\right)T}\right) - \ln(F)}{\sigma\sqrt{T}}$$

בנוסחה זו  $\mu$  היא התשואה הצפויה על נכסי החברה (ולא ריבית חסרת סיכון כמו בנוסחת בלק-שולס).

אנו מציעים לבחון את יכולת הפירעון של אי.די.בי. פיתוח על סמך המודל הכלכלי וממנו לגזור ההסתברות לבעיית איתנות של אי.די.בי. פיתוח בעתיד.

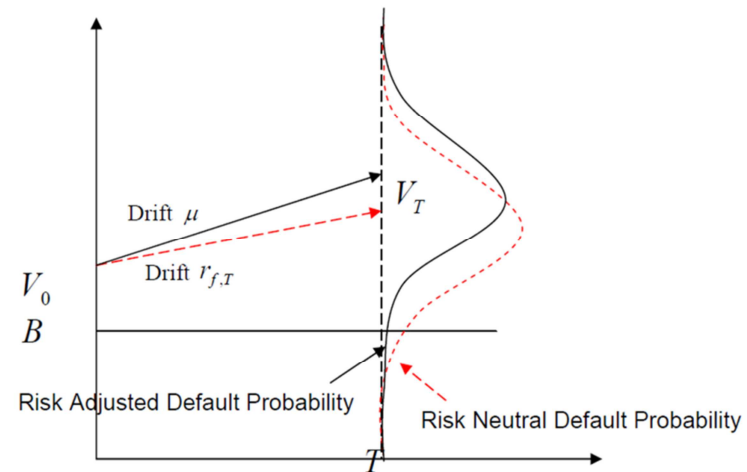
## 2. אומדן אמפירי

המודל הכלכלי, הוא היום מודל מקובל בעולם להערכת סיכונים אשראי (ראה ספרו של דמודראן Damodaran on Valuation בהוצאת Wiley פרק 17, או ספרם של קרוהי, גלאי ומרק Risk Management בהוצאת McGraw-Hill, פרק 9, וכן היישום המסחרי של מודל-KMV). כדי להפעיל את המודל הכלכלי על אי.די.בי. פיתוח עלינו להניח מספר הנחות אשר יפורטו להלן. נציין ונדגיש שכל גישה לנושא, החשבונאית או הכלכלית, מבוססת על הנחות ועל אומדנים סטטיסטיים. מניסיונו הרב בנושא למודל הכלכלי יש יתרונות רבים ובולטים במיוחד היות שהוא נותן אומדנים עקביים למרכיבי הון שונים של הפירמה. בנוסף המודל הכלכלי מאפשר בדיקות רגישות להנחות שונות.

את שווי ההון העצמי, S, אמדנו בחלק הקודם כ-0.98 מיליארד ₪.

במודל בלק-שולס ומרטון ל- $N(-d_2)$  יש פרוש כלכלי: זו ההסתברות הניטרלית לסיכון (RNNDP- Risk Neutral Default Probability) של בעיית איתנות של החברה לתקופה המסתיימת בזמן T.

גלאי (1978) הראה בהתבסס על מאמרו של בונס (1964) שההסתברות הכלכלית לבעיית איתנות בזמן T של החברה היא דומה לזו לעיל, קרי  $N(-d_2)$ , אך במקום  $r$  שהיא הריבית חסרת הסיכון יש להציב את R שהיא תוחלת הרווח הצפוי לחברה. במודל גלאי-מסוליס ל- $N(-d_2)$ , יש פרוש כלכלי: זו ההסתברות המותאמת לסיכון (RADP- Risk Adjusted Default Probability) של בעיית איתנות של החברה לתקופה המסתיימת בזמן T. התרשים הבא ממחיש את ההתפלגות של נכסי החברה האפשריים בזמן T:



נציין שגם חברת KMV, שהיא היום חלק מחברת הדירוג מודיס, יישמה את מודל מרטון והתאימה אותו אמפירית לחברות סחירות, ראשית בבורסת בארה"ב ולאחר מכן גם בארצות אחרות.

כעת נאמוד את שווי החוב באופן שמרני יותר.

לחברה יש 4 סדרות של איגרות חוב סחירות כדלקמן:

לוח 1: נתוני החוב הסחיר של אי.די.בי פיתוח ל-15.9.2013

שם סדרה	סוג הצמדה	ערך נקוב (מיליוני ₪)	שווי יחידה (אג')	מח"מ (שנים)	ש"פ	שווי ספרים (מיליוני ₪)
סדרה ז	מדד	1,350	132.0	2.4	15.40%	1,782
סדרה ח	מדד	40	135.3	0.1	147.89%	54
סדרה ט	מדד	981	133.6	7.3	9.19%	1,311
סדרה י	שקלי	630	110.8	2.2	15.26%	698

לפי לוח 1 השווי הפנסוני של החוב הסחיר ב-4 סדרות איגרות החוב נכון ל-15.9.2013 מגיע לכ- 3.8 מיליארד ₪. נסמן את שווי הפנסוני של החוב הסחיר ב-B (board). בנוסף, לחברה יש חוב לטווח ארוך למערכת הבנקאית ולגופים פיננסיים אחרים ששווי בספרי החברה נכון ל-15.9.2013 הוא כ-1.3 מיליארד ₪. כמו כן, לחברה יש חוב לטווח ארוך הכולל הטבות לעובדים, התחייבויות אחרות ונגזרים בסך כולל של כ-0.02 מיליארד ₪. את שווי החוב הלא סחיר נסמן ב-L (loan). הערה: לחברה יש חוב לטווח קצר למערכת הבנקאית ולגופים פיננסיים אחרים ששווי בספרי החברה נכון ל-15.9.2013 הוא כ-0.6 מיליארד ₪.

אחת הסוגיות היא האם לקחת בחשבון את החוב לטווח קצר בחישוב. הגישה לרוב היא להתעלם מהחוב לטווח קצר מאחר והוא מתקזז מול הנכסים השוטפים, ולכן מקובל לסבור שניתן להתעלם הן מנכסים שוטפים והן מהתחייבויות שוטפות (לחילופין אפשרי להוסיף נכסים שוטפים לשווי החברה,  $V$ , ולהוסיף החוב השוטף). ההנחה היא שהנכסים השוטפים אינם מניבים והם מהווים מאגר נזילות המשמש לתשלום החובות השוטפים המידיים. מתוך שמרנות נוסף את חלק החוב השוטף הן בגין איגרות חוב והן בגין החזר הלוואות לבנקים ל-B ו-L בהתאמה.

היות ומניית אי די בי פיתוח איננה נסחרת והואיל ואיגרות החוב שלה אי די בי פיתוח אינן מייצגות אומדן סביר לסטיית התקן של חוב אי די בי פיתוח, בחרנו להשתמש באומדני סטיות התקן של דיסקונט השקעות, אשר בשליטתה ובבעלותה של אי די בי פיתוח.

לפיכך, אמדנו את סטיית התקן של החברה על ידי אומדן סטיית התקן של מניות דסק"ש (על בסיס שעור תשואה שבועי במשך 52 שבועות שקדמו למועד החישוב) ואומדן סטיית התקן של איגרות חוב דסק"ש וכן המתאם האמפירי בין שיעורי התשואה על מניות דסק"ש ועל איגרות החוב של דסק"ש. האומדנים אותם קיבלנו הם כדלקמן:

$$\sigma_S = 55.72\%, \sigma_D = 11.97\%, \rho_{SD} = 43.56\%$$

בהנחה שמבנה ההון של אי.די.בי פיתוח הוא בקרוב 25% מניות ו-75% חוב

אנו מקבלים אומדן סטיית תקן לחברה של  $\sigma_V = 19.58\%$  באמצעות הצבת האומדנים האמפיריים בנוסחה הבאה:

$$\sigma_V^2 = w^2 \sigma_S^2 + (1-w)^2 \sigma_D^2 + 2w(1-w)\sigma_S \sigma_D \rho_{SD}$$

הנחנו שאורך חיי החוב הממוצע בחברה הוא  $T=3.6$  שנים, זאת בהתבסס על מח"מ של איגרות החוב הסחירות. הנחה זו הינה שמרנית (מחמירה) מאחר ומח"מ החוב הלא סחיר קצר במידת מה.

את התוחלת שעור התשואה של החברה בתרחיש הבסיסי אמדנו מתוך מודל ה-CAPM. לפי המודל מחיר ההון,  $R$ , מתקבל מהנוסחה הבאה:

$$R = r + \beta_V (R_M - r)$$



### 3. מודל KMV לאיתנות פיננסית

בדיקה נוספת אותה ביצענו היא בהסתמך על על מתודולוגית מודיס-KMV. חישובנו את המרחק לבעיית איתנות או כשל ביכולת הפירעון, DD (Distance to Default).

$$DD = \frac{Ve^{rt} - \left( STD + \frac{LTD}{2} \right)}{\sigma_V V}$$

נוסחה זו היא האומדן האמפירי כפי שהוצע על ידי KMV עבור הנוסחה שהוצגה מוקדם יותר. כאשר אנו מחשבים את אומדן DD על סמך נתוני החברה, תוצאת המודל היא DD=2.68. לפי נתוני מודיס-KMV נתונים אלה מתאימים לדרוג בינלאומי של B+, המקביל לדרוג ilBBB בסולם הדירוג הישראלי (מעל דירוגה הנוכחי של אי.די.בי.פיתוח), שמשמעותו שהסתברות לכושר פירעון מלא היא מעל ל- 98% בשנה. גם נתונים אלה מחזקים את מסקנותינו לעיל.

כאשר  $R_M$  היא תוחלת התשואה על מדד כל נכסי הסיכון במשק ו-  $r$  היא הריבית חסרת הסיכון. ההפרש  $R_M - r$  הוא פרמיית הסיכון של השוק המקומי. ההערכה המקובלת היא שפרמיית הסיכון בישראל היא כ-6% (סימוכין לכך יש באתר של Damodaran מ-NYU).

עבור  $r=2.31\%$  ו  $R_M - r=6\%$  ואומדן  $\beta_V$  של 0.77 לחברה אנו מקבלים אומדן  $R=6.94\%$ . להערכתנו, בהסתמך על רווחיות החברה בעבר וגם בהווה וההערכות לשנים הקרובות, גם לאחר השפעת הרגולציה, החברה צפויה לתשואה גבוהה יותר על נכסיה. להלן נראה שהאומדן בו השתמשנו הוא שמרני, וכתוצאה מהשימוש ב-  $R=6.94\%$  ההסתברויות המתקבלות הן מוטות כלפי מעלה.

תוצאות הערכת שווי המניות הצביעו על ערך של 0.98 מיליארד ש"ח. שווי האג"ח הסחיר הוא B=3.8 מיליארד ש"ח ושווי הפנקסני של החוב הלא סחיר, נכון ל- 15.9.2013 מגיע לכ- L=1.9 מיליארד ש"ח כך שסך שווי החוב (השמרני) ליום 15.9.2013 הוא D =5.8 מיליארד ש"ח וסך שווי הפירמה ליום 15.9.2013 הוא V=6.8 מיליארד ש"ח. אומדן שער ריבית חסר סיכון לטווח T של 3.6 שנים הוא  $r=2.31\%$ , וסטית התקן של שער התשואה על הפירמה היא  $\sigma_V = 19.58\%$ .

תוצאת המודל הכלכלי היא שהסתברות השנתית לבעיית איתנות היא כ- 18.19%. לאמור- ההסתברות השנתית להחזר מלוא החוב היא כ- 81.81% שהיא הסתברות גבוהה, ואיננה תואמת את דירוג האשראי הלא גבוה של החברה (iID) אלא למעלה מזה.

---

פרק שלושה עשר – הערכת שווי  
אי.די.בי אחזקות

**13. הערכת שווי אי.די.בי. אחזקות**

**(א) כללי**

אי.די.בי חברה לאחזקות בע"מ (להלן: "אי די בי אחזקות") התאגדה בשנת 1969 לפי חוקי מדינת ישראל. באותה שנה הוצעו לראשונה ניירות ערך של אי.די.בי אחזקות לציבור, ובמהלך השנים ביצעה אי.די.בי אחזקות הנפקות נוספות של ניירות ערך שלה לציבור בבורסה. ניירות ערך של אי.די.בי אחזקות רשומים למסחר בבורסה.

אי.די.בי אחזקות הינה חברת אחזקות מהגדולות בישראל, המשקיעה, בעצמה ובאמצעות חברות מוחזקות, בחברות הפועלות בענפים שונים של המשק הישראלי ובחוו"ל. אי.די.בי פיתוח הינה חברה בת בבעלות מלאה של אי.די.בי אחזקות והינה אחזקתה העיקרית היחידה אשר מוחזקת במישרין. פעילויותיה העסקיות השונות של אי.די.בי אחזקות מתבצעות בעיקרן באמצעות האחזקה באי.די.בי פיתוח ובאמצעות חברות המוחזקות, במישרין או בעקיפין, על-ידי אי.די.בי פיתוח.

**(ב) הערכת השווי**

**1. המתודולוגיה**

שיטת הנכסים המותנים (גישת מרטון) שימשה להערכת שווי החוב וההון העצמי של אי.די.בי אחזקות. על פי גישת מרטון בעלי המניות של אי.די.בי אחזקות הנם בעלי אופציה להחזיר את חובות אי.די.בי אחזקות כאשר שווייה ביום פקיעת החובות גבוה מערך הפדיון, או להעביר את אי.די.בי אחזקות לבעלות המלווים כאשר ערך הפדיון עולה על שווי אי.די.בי אחזקות.

שווי האופציה של בעלי המניות הנו ערך השייר של אי.די.בי אחזקות לאחר החזרת החובות. יתרון השיטה הנו בכך שלא נדרשים הנחות על שיעורי היוון אשר עשויים להשפיע באופן משמעותי על תוצאת ההערכה. לחילופין, נעשה שימוש בפרמטרים אשר ניתנים להערכה באופן אמפירי. להלן הפרמטרים העיקריים אשר נעשה בהם שימוש:

- מח"מ החוב
- סטיית התקן של נכס הבסיס
- ריבית חסרת סיכון
- שווי נכס הבסיס
- ערך החוב העתידי

**2. שווי כלכלי אי.די.בי אחזקות**

את שווי הפירמה,  $V$ , נאמדו כסך הצברם של חלקי אי.די.בי. אחזקות בשוויון הכלכלי של החברות שמתחתיה.

טווח שווי חברה		אחוז	טווח שווי חברה		שווי כלכלי אי די בי פיתוח
גבוה נמוך	מיליוני ש"ח		גבוה נמוך	מיליוני ש"ח	
901	1,067	100.0%	901	1,067	שווי חלק אי די בי אחזקות באי די בי פיתוח
<b>901</b>	<b>1,067</b>				

בחישוב הערך הנוכחי של זרמי התקבולים נטו הצפויים, מתקבל שווי של  $V_0$  = 981 מיליוני ₪ (תוחלת הטווח שבין 901-1,067 מיליוני ש"ח). בנוסף לחברה יש יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בשווי 183 מיליוני ש"ח, נכון ל-15.9.2013. את יתרות המזומן, שווי המזומן וההשקעות הנזילות אנטנו מוסיפים לערך התפעולי של החברה  $V = 1,164$  מיליוני ₪.

בשלב זה נשתמש במודל גלאי- מסוליס (1976) ומודל מרטון (1974) כדי למצוא את שווי ההון העצמי של אי.די.בי אחזקות ואת שווי החוב שלה. המודל שייך למשפחת הנכסים הנגזרים (Contingent Claim Approach). סך שווי הפירמה,  $V$ , מתחלק כאמור בין שווי החוב (D) וההון העצמי (S):

$$V = D + S$$

עבור הלוואות "בלון", ללא תשלומי ביניים אלא תשלום אחד הכולל קרן וריבית מצטברת ביום הפקיעה ניתן לפתור את המודל בעזרת מודל בלק-קוקס



על סמך חיבור החוב וההתייחסות אליו כהלוואת "בלון" ל- 2.15 שנים, וקופון ממוצע של 7.44% לשנה, לחברה התחייבות לשלם עוד 2.15 שנים סך של  $2,386 \cdot (1+7.44\%)^{2.15} = 2,045$  מיליון ₪.

את שווי ההון העצמי נקבל כשווי של אופציית רכש ל- 2.15 שנים (לפי המח"מ המשוקלל של החוב), ו"מחיר המימוש" הוא הערך לפירעון של החוב שחושב לעיל (2,386). שיעור הריבית השקלית הנומינלית ללא סיכון למח"מ של 2.15 שנים היא 1.66%.

לשנה באמצעות אינטרפולציה לינארית על שיעורי התשואה לפדיון של אגרות חוב של ממשלת ישראל מסוג שחר (סדרות 0816 ו-0115) נכון ליום 15 בספטמבר 2013 לתקופה של 2.15 שנים. האופציה היא על נכס הבסיס,  $V$ , שערכו הנוכחי הוא 1,164 מיליוני ₪. הפרמטר האחרון הנחוץ לחישוב ערך ההון העצמי כאופציה על שווי נכסי החברה הוא סטיית התקן של שער התשואה של נכסי החברה,  $\sigma_V$ .

אמדנו את סטיית התקן של החברה על ידי אומדן סטיית התקן של מניות אי.די.בי אחזקות (על בסיס שער תשואה שבועי במשך 52 שבועות שקדמו למועד החישוב) ואומדן סטיית התקן של איגרות חוב אי.די.בי אחזקות וכן המתאם האמפירי בין שיעורי התשואה על מניות אי.די.בי אחזקות ועל איגרות החוב של אי.די.בי אחזקות. האומדנים אותם קיבלנו הם כדלקמן:

$$\sigma_S = 57.94\%, \sigma_D = 66.69\%, \rho_{SD} = 46.66\%$$

בהנחה שמבנה ההון של אי.די.בי אחזקות הוא בקרוב 25% מניות ו-75% חוב אנו מקבלים אומדן סטיית תקן לחברה של  $\sigma_V = 58.17\%$  באמצעות הצבת האומדנים האמפיריים בנוסחה הבאה:

(1996). נציין גם שהשיטות כמו זו המוצעת על ידי בלק וקוקס ואחרים, אשר מתוארות במאמר של גלאי, רביב ווינר (2007), מאפשרות להעריך איגרות חוב והון עצמי כאשר פשיטת הרגל יכולה להיות בתאריך מוקדם מתאריך פירעון החוב. בעקבות בלק וקוקס מכניסים למודל פונקציה של ערך האג"ח הנומינלי לאורך זמן, וכאשר שווי הפירמה יורד מתחת לפונקציה זו יש אפשרות להכיר בכך כאירוע של פשיטת רגל. המאמר של גלאי, רביב ווינר מכליל את כל הגישות הללו. חולשת הגישות הן בכך שהכלל המגדיר אירוע של פשיטת רגל במודלים אינו מבוסס על מציאות אמפירית או על הגיון כלכלי המוסכם על הקהילה האקדמית ו/או העסקית.

מאחר ואנו דנים במספר איגרות חוב עם תזרימי קופונים וקרן, בעוד שמודל האופציות דורש תאריך אחד ומחיר מימוש אחד לתאריך המימוש, הרי שאפשר במקרה שלנו להמיר את איגרות החוב על תזרימיהן לאיגרת חוב אחת עם קופון אפס לפי המח"מ (ראו גם בספר של דמודארן Corporate Finance (1997) עמ' 761 להתייחסות לשיטה זו).

הנתונים לגבי החוב הם כדלקמן:

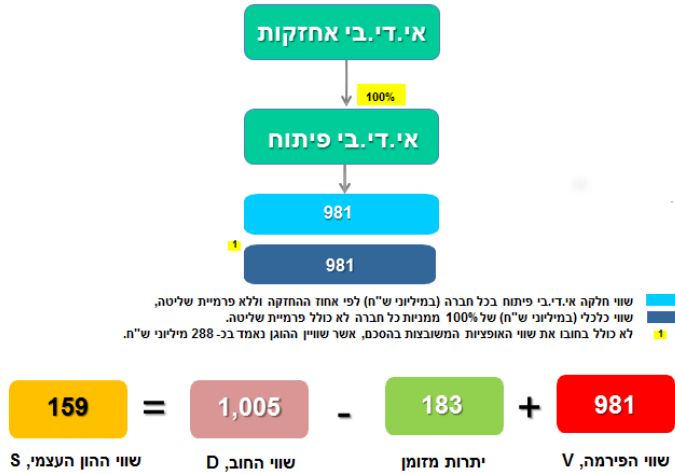
קופון נומינלי	אינפלציה	קופון	מח"מ	הצמדה	שווי ספרים	
					מיליוני ש"ח	סדרה
6.90%	2.50%	4.40%	0.73	מדד	189	סדרה ג
7.60%	2.50%	5.10%	2.81	מדד	1,495	סדרה ד
5.20%		5.20%	0.73	שקלי	81	סדרה ה
7.60%	2.50%	5.10%	0.00	מדד	280	הלוואות
<b>7.44%</b>			<b>2.15</b>		<b>2,045</b>	

המח"מ בטבלה מבוסס על נתוני Bizportal.

קעת נתייחס לחובות האמורים כחוב אחד אשר ערכו הנוכחי כיום הוא 2,045 מיליון ₪, המח"מ הממוצע שלו 2.15 והקופון הממוצע במונחי שקל נומינלי הוא 7.44% (כולל הנחת אינפלציה מקומית של 2.5% לשנה).



להלן פירוט תוצאות הערכת שווי אי.די.בי אחזקות ליום 15.9.2013:



3. סיכום תוצאת הערכת השווי

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי הונה העצמי של חברת אי.די.בי אחזקות בע"מ, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 191-132 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 159 מיליון שקלים חדשים).

ג) בחינת יכולת פירעון ואיתנות פיננסית

1. המתודולוגיה

במקום לבצע את הניתוחים המקובלים, המסורתיים לבחינת יכולת הפירעון של אי.די.בי. אחזקות, המבוססים על מאזן אי.די.בי. אחזקות, על בחינה השוואתית של יחסים פיננסיים ועל תחזית תזרים מזומנים לעתיד, אנו מציעים

$$\sigma_V^2 = w^2 \sigma_S^2 + (1-w)^2 \sigma_D^2 + 2w(1-w)\sigma_S \sigma_D \rho_{SD}$$

עתה נציב את הפרמטרים לעיל בנוסחת בלק-שולס כדלקמן:

$$S = C_{BS}(V = 1,164, T = 2.15, K = 2,386, \sigma_V = 58.17\%, R = 1.66\%)$$

$$= 1,164 \cdot N(d_1) - 2,386 \cdot e^{-0.0166 \cdot 2.15} \cdot N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{1,164}{2,386}\right) + \left(0.0166 + \frac{0.5817^2}{2}\right) \cdot 2.15}{0.5817 \cdot \sqrt{2.15}}$$

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{1,164}{2,386}\right) - \left(0.0166 + \frac{0.5817^2}{2}\right) \cdot 2.15}{0.5817 \cdot \sqrt{2.15}}$$

ונקבל ששווי ההון העצמי הוא S=159.

ומכאן נקבל שהשווי הנוכחי של החוב הוא:

$$B = V - S = 1,164 - 159 = 1,005$$





גישה אנליטית-כלכלית המבוססת על מודל מרטון (1974) ומודל גלאי-מסוליס (1976) עם התאמות נדרשות כפי שיוסבר בהמשך (להלן: "המודל הכלכלי").

יתרון חשוב של המודל הכלכלי הוא שאין צורך לאמוד את זרם התקבולים העתידי נטו של אי.די.בי. אחזקות ולמצוא גורם היוון מתאים להוון הזרמים העתידיים כדי לקבל ערך נוכחי, היות שכל המידע הקיים בשוק, לרבות לעניין התחרות בענף, גורמי הסיכון והרגולציה הקיימת והצפויה, מגולם למעשה במחיר המניית ואיגרות החוב הסחירות של אי.די.בי. אחזקות.

מאחר ואיגרות החוב של אי.די.בי. אחזקות נסחרות בדיסקאונט ממוצע של כ-70% מתחת לערך המתואם, הרי ששווי השוק שלהן אינו מהווה אינדיקציה טובה לשווי חובה של אי.די.בי. אחזקות הרי שלא נוכל להשתמש בשווי השוק שלהן אלא בשוויין בספרי אי.די.בי. אחזקות. מאחר ולא ניתן לקבוע בוודאות מהן ההנחות המתאימות, אנו לוקחים אומדנים שלהערכתנו משקפים באופן טוב וסביר את הפרמטרים הנכונים, ובנוסף אנו מבצעים בדיקות רגישות עבור אומדנים שונים שישקפו הבדלי הערכות אפשריים וסבירים.

ערך נקוב		שווי יחידה ערך מתואם		סוג הצמדה (מיליוני ₪)	
הפער	(אג')	(אג')	מדד	מדד	מדד
-71%	123.72	35.5	134	1,074	35.0
-71%	121.10	35.0	63	100.01	32.8
-67%	100.01	32.8			
-71%	גבוה				
-71%	חציון				
-70%	ממוצע				
-67%	נמוך				

המודל הכלכלי מבוסס על אומדן שווי פעילות אי.די.בי. אחזקות (הנגזר משווי חלקה בחברות הבת), בערכים נוכחים (נכון ל- 15.9.2013) שנסמן אותו להלן באות V. שווי הפירמה מתחלק באופן כללי בין בעלי החוב השונים לבין

מחזיקי ההון העצמי. נסמן את סך שווי החוב וההון העצמי בערכים נוכחיים D ו-S, בהתאמה.

מודל מרטון בצורתו הפשוטה מניח שלא.די.בי. אחזקות יש חוב שמשך חייו הוא T שנים, ובתום T שנים אי.די.בי. אחזקות מתחייבת להחזיר לבעלי החוב את הקרן והריבית הצבורה שהובטחה ובסה"כ התחייבה להחזיר F.

בתנאים אלה הראה מרטון (1974) שהחוב הקונצרני הוא התחייבות מותנת שניתנת להערכה כלכלית באופן הבא:

$$D = Fe^{-rT} - P$$

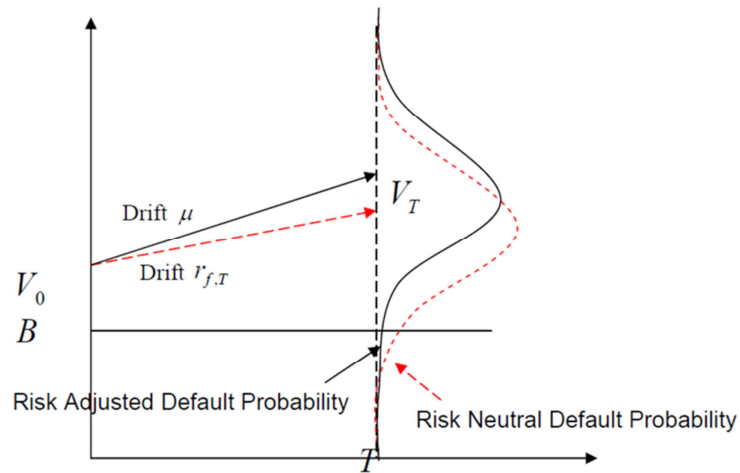
כאשר  $e^{-rT}$  הוא גורם ההיוון ללא סיכון לתזרים מזומנים שצפוי להתקבל בוודאות בזמן T, הוא שווי אופציית מכר על הפירמה, V, לזמן מימוש T כאשר מחיר המימוש הוא F. שווי האופציה ניתן לחישוב על סמך מודל בלק-שולס (1973) בהתקיים הנחות המודל והוא פונקציה של T, r, F, V ו- $\sigma_V$ , כאשר  $\sigma_V$  היא סטיית התקן של שיעור התשואה של נכסי אי.די.בי. אחזקות.

גלאי-מסוליס (1976) הראו ששווי ההון העצמי בתנאים דומים הוא אופציית רכש (Call) על הפירמה וזמן מימוש T במחיר מימוש F. וגם ההון העצמי יחושב על סמך מודל בלק-שולס כדי לקבל שווי כלכלי של ההון העצמי, בהנחה שהתנאים הנדרשים מתקיימים. באופן ספציפי, שווי החוב יהיה לפיכך:

$$D = Fe^{-rT} - (-V \cdot N(-d_1) + F \cdot e^{-rT} \cdot N(-d_2)) = F \cdot e^{-rT} \cdot N(d_2) + V \cdot N(-d_1)$$



התרשים הבא ממחיש את ההתפלגות של נכסי החברה האפשריים בזמן T:



נציין שגם חברת KMV, שהיא היום חלק מחברת הדירוג מודיס, יישמה את מודל מרטון והתאימה אותו אמפירית לחברות סחירות, ראשית בבורסות בארה"ב ולאחר מכן גם בארצות אחרות.

מודל KMV מבוסס על אומדן המרחק מבעיית איתנות (Distance to Default), הלוקח בחשבון את מחצית החוב לזמן ארוך של החברה פלוס החוב לטווח קצר (כמחיר מימוש) ומחלק את ההפרש מתוחלת שווי הפירמה בתום שנה בסטיית התקן של נכסי החברה והקירוב לסטיית תקן של נכסי החברה הוא  $V\sigma_V$ . מתוך אומדן ה-DD הם מחלצים את אומדן ה-EDF (Expected Default Frequency) שהוא אומדן להסתברות לבעיית איתנות.

כאשר  $N(d)$  היא פונקציית ההתפלגות המצטברת הנורמלית סטנדרטית עד לנקודה  $d$  ו-

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{V}{Fe^{-rT}}\right) + \frac{1}{2}\sigma^2T}{\sigma\sqrt{T}}, d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

במודל בלק-שולס ומרטון ל- $N(-d_2)$  יש פרוש כלכלי: זו ההסתברות הניטרלית לסיכון (RNDP- Risk Neutral Default Probability) של בעיית איתנות של החברה לתקופה המסתיימת בזמן T.

גלאי (1978) הראה בהתבסס על מאמרו של בונס (1964) שההסתברות הכלכלית לבעיית איתנות בזמן T של החברה היא דומה לזו לעיל, קרי  $N(-d_2)$ , אך במקום  $r$  שהיא הריבית חסרת הסיכון יש להציב את  $R$  שהיא תוחלת הרווח הצפוי לחברה. במודל גלאי-מסוליס ל- $N(-d_2)$ , יש פרוש כלכלי: זו ההסתברות המותאמת לסיכון (RADP- Risk Adjusted Default Probability) של בעיית איתנות של החברה לתקופה המסתיימת בזמן T.

לחברה יש 3 סדרות של איגרות חוב סחירות כדלקמן:

לוח 1: נתוני החוב הסחיר של אי.די.בי אחזקות ל-15.9.2013

שוי ספרים (מיליוני ₪)	ש"פ (%)	מח"מ (שנים)	שוי יחידה (אג')	ערך נקוב (מיליוני ₪)	סוג הצמדה	סדרה
189	15.40%	2.4	140.9	134	מדד	ג
1,495	147.89%	0.1	139.1	1,074	מדד	ד
81	9.19%	7.3	130.3	63	שקלי	ה

לפי לוח 1 השווי הפנקסני של החוב הסחיר ב- 3 סדרות האיגרות החוב נכון ל-15.9.2013 מגיע לכ- 1.8 מיליארד ₪. נסמן את שווי הפנקסני של החוב הסחיר ב- B (board). לחברה יש חוב לטווח קצר למערכת הבנקאית ולגופים פיננסיים אחרים ששווי בספרי החברה נכון ל-15.9.2013 הוא כ- 0.6 מיליארד ₪. את שווי החוב הלא סחיר נסמן ב- L (loan). הערה: לחברה יש חוב לטווח קצר למערכת הבנקאית ולגופים פיננסיים אחרים ששווי בספרי החברה נכון ל-15.9.2013 הוא כ- 0.3 מיליארד ₪.

אחת הסוגיות היא האם לקחת בחשבון את החוב לטווח קצר בחישוב. הגישה לרוב היא להתעלם מהחוב לטווח קצר מאחר והוא מתקזז מול הנכסים השוטפים, ולכן מקובל לסבור שניתן להתעלם הן מנכסים שוטפים והן מהתחייבויות שוטפות (לחילופין אפשרי להוסיף נכסים שוטפים לשווי החברה, V, ולהוסיף החוב השוטף). ההנחה היא שהנכסים השוטפים אינם מניבים והם מהווים מאגר נזילות המשמש לתשלום החובות השוטפים המידיים. מתוך שמרנות נוסיף את חלק החוב השוטף הן בגין איגרות חוב והן בגין החזר הלוואות לבנקים ל- B ו- L בהתאמה.

אמדנו את סטיית התקן של החברה על ידי אומדן סטיית התקן של מניות אי.די.בי אחזקות (על בסיס שעור תשואה שבועי במשך 52 שבועות שקדמו למועד החישוב) ואומדן סטיית התקן של איגרות חוב אי.די.בי אחזקות וכן המתאם האמפירי בין שיעורי התשואה על מניות אי.די.בי אחזקות ועל איגרות החוב של אי.די.בי אחזקות. האומדנים אותם קיבלנו הם כדלקמן:

$$DD = \frac{\ln\left(\frac{V}{F}\right) + \left(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2\right)T}{\sigma\sqrt{T}} = \frac{\ln\left(V \cdot e^{\left(\mu - \frac{1}{2}\sigma^2\right)T}\right) - \ln(F)}{\sigma\sqrt{T}}$$

בנוסחה זו  $\mu$  היא התשואה הצפויה על נכסי החברה (ולא ריבית חסרת סיכון כמו בנוסחת בלק-שולס).

אנו מציעים לבחון את יכולת הפירעון של אי.די.בי. אחזקות על סמך המודל הכלכלי וממנו לגזור ההסתברות לבעיית איתנות של אי.די.בי. אחזקות בעתיד.

## 2. אומדן אמפירי

המודל הכלכלי, הוא היום מודל מקובל בעולם להערכת סיכוני אשראי (ראה ספרו של דמודראן Damodaran on Valuation בהוצאת Wiley פרק 17, או ספרם של קרוהי, גלאי ומרק Risk Management בהוצאת McGraw-Hill, פרק 9, וכן היישום המסחרי של מודיס-KMV). כדי להפעיל את המודל הכלכלי על של אי.די.בי. אחזקות עלינו להניח מספר הנחות אשר יפורטו להלן. נציין ונדגיש שכל גישה לנושא, החשבונאית או הכלכלית, מבוססת על הנחות ועל אומדנים סטטיסטיים. מניסיונו הרב בנושא המודל הכלכלי יש יתרונות רבים ובולטים במיוחד היות שהוא נותן אומדנים עקביים למרכיבי הון שונים של הפירמה. בנוסף המודל הכלכלי מאפשר בדיקות רגישות להנחות שונות.

את שווי ההון העצמי, S, אמדנו בחלק הקודם כ- 0.16 מיליארד ₪.

קעת נאמוד את שווי החוב באופן שמרני יותר.

$$\sigma_S = 55.72\%, \sigma_D = 11.97\%, \rho_{SD} = 43.56\%$$

בהנחה שמבנה ההון של אי.די.בי אחזקות הוא בקרוב 25% מניות ו-75% חוב  
 אנו מקבלים אומדן סטיית תקן לחברה של  $\sigma_V = 58.17\%$  באמצעות הצבת  
 האומדנים האמפיריים בנוסחה הבאה:

$$\sigma_V^2 = w^2 \sigma_S^2 + (1-w)^2 \sigma_D^2 + 2w(1-w) \sigma_S \sigma_D \rho_{SD}$$

הנחנו שאורך חיי החוב הממוצע בחברה הוא  $T=0.6$  שנים, זאת בהתבסס על  
 מח"מ של איגרות החוב הסחירות. הנחה זו הינה שמרנית (מחמירה) מאחר  
 ומח"מ החוב הלא סחיר קצר במידת מה.

את התוחלת שעור התשואה של החברה בתרחיש הבסיסי אמדנו מתוך מודל  
 ה-CAPM. לפי המודל מחיר ההון,  $R$ , מתקבל מהנוסחה הבאה:

$$R = r + \beta_V (R_M - r)$$

כאשר  $R_M$  היא תוחלת התשואה על מדד כל נכסי הסיכון במשק ו- $r$  היא  
 הריבית חסרת הסיכון. ההפרש  $R_M - r$  הוא פרמיית הסיכון של השוק המקומי.  
 ההערכה המקובלת היא שפרמיית הסיכון בישראל היא כ-6% (סימוכין לכך  
 יש באתר של Damodaran מ-NYU).

עבור  $r=1.25\%$  ו  $R_M - r = 6\%$  ואומדן  $\beta_V$  של 0.46 לחברה אנו מקבלים אומדן  
 $R=3.75\%$ . להערכתנו, בהסתמך על רווחיות החברה בעבר וגם בהווה  
 וההערכות לשנים הקרובות, גם לאחר השפעת הרגולציה, החברה צפויה  
 לתשואה גבוהה יותר על נכסיה. להלן נראה שהאומדן בו השתמשנו הוא  
 שמרני, וכתוצאה מהשימוש ב- $R=3.75\%$  ההסתברויות המתקבלות הן מוטות  
 כלפי מעלה.

תוצאות הערכת שווי המניות הצביעו על ערך של 0.16 מיליארד ש"ח. שווי  
 הפנקסני של האג"ח הסחיר הוא  $B=1.8$  מיליארד ש"ח ושווי הפנקסני של  
 החוב הלא סחיר, נכון ל-15.9.2013 מגיע לכ- $L=0.3$  מיליארד ש"ח כך שסך שווי  
 החוב ליום 15.9.2013 הוא  $D=2.0$  מיליארד ש"ח וסך שווי הפירמה (השמרני)  
 ליום 15.9.2013 הוא  $V=2.2$  מיליארד ש"ח. אומדן שער ריבית חסר סיכון לטווח  
 $T$  של 0.6 שנים הוא  $r=1.25\%$ , וסטית התקן של שעור התשואה על הפירמה  
 היא  $\sigma_V = 58.17\%$ .

תוצאת המודל הכלכלי היא שההסתברות השנתית לבעיית איתנות היא כ-  
 49.89%. לאמור- ההסתברות השנתית להחזר מלוא החוב היא כ-50.11%  
 שהיא הסתברות נמוכה מאוד, שדווקא תואמת את דירוג האשראי הנמוך של  
 החברה (iID).

### 3. מודל KMV לאיתנות פיננסית

בדיקה נוספת אותה ביצענו היא בהסתמך על על מתודולוגיית מודיס-KMV.  
 חישבנו את המרחק לבעיית איתנות או כשל ביכולת הפירעון, DD (Distance  
 to Default).

$$DD = \frac{Ve^{rt} - \left( STD + \frac{LTD}{2} \right)}{\sigma_V V}$$

נוסחה זו היא האומדן האמפירי כפי שהוצע על ידי KMV עבור הנוסחה  
 שהוצגה מוקדם יותר. כאשר אנו מחשבים את אומדן DD על סמך נתוני  
 החברה, תוצאת המודל היא  $DD=0.81$ . לפי נתוני מודיס-KMV נתונים אלה  
 מתאימים לדרוג בינלאומי של CC, המקביל לדירוג iICC בסולם הדירוג  
 הישראלי (מעל דירוגה הנוכחי של אי.די.בי אחזקות), שמשמעותו  
 שההסתברות לכושר פירעון מלא היא כ-90% בשנה. גם נתונים אלה מחזקים  
 את מסקנותינו לעיל.



---

פרק ארבעה עשר – הקצאת שווי  
השקעת אמבלייז ב- NEWCO

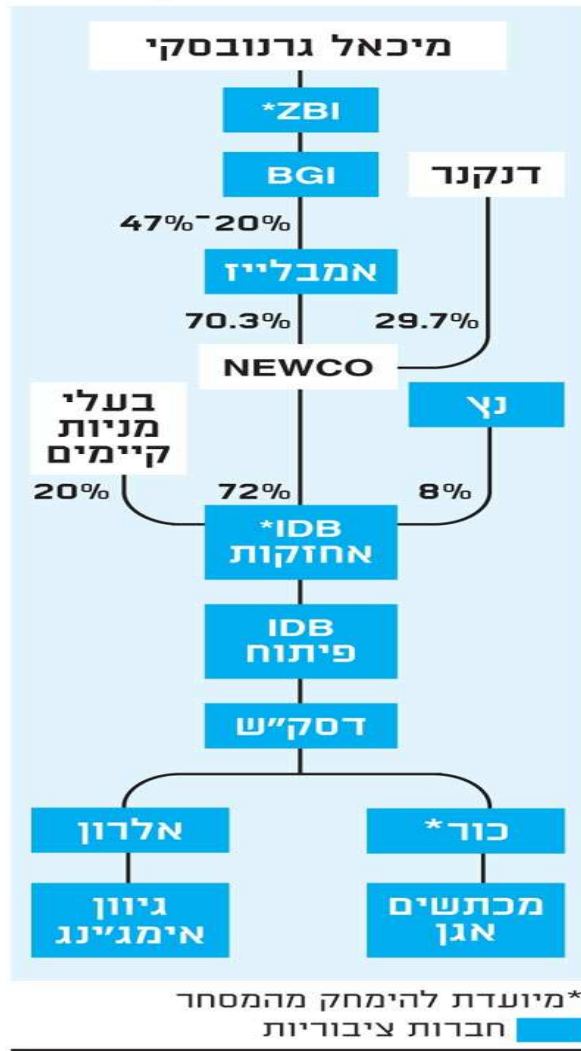
(א) כללי

להלן תרשימים שהוצגו בתקשורת בדבר מתווה העסקה

### השלבים בעסקה המתוכננת באי.די.בי

- חברת BGI של גרנובסקי תרכוש שליטה באמבלייז
- אמבלייז וקב' נץ יזרימו 826 מיליון ש"ל לאי.די.בי
- מניות אי.די.בי פתוח יחולקו כדיבידנד בעין
- קב' אמבלייז-נץ-דנקנר תחזיק 45% ממניות פתוח

### דנקנר וגרנובסקי מתכננים פירמידה בת 7-8 קומות



**(ב) תמצית תוצאות**

בעבודתנו בחרנו להקצות את שווי השקעת אמבלייז ב- NEWCO לסוגי מכשירי ההשקעה השונים הלוואות הבעלים לסוגיהן, הון המניות והאופציות. במסגרת זו הערכנו את שיעור הריבית האפקטיבית הגלומה בהלוואות.

לצורך ההקצאה, הסתמכנו על שווי הממוצע המיוחס להשקעת בעלי המניות בהון המניות, הלוואות הבעלים ואופציות של NEWCO, אשר נאמד בכ- 747 מיליוני ש"ח (ראו בהמשך) וחלקה של אמבלייז הנגזר ממנו בסך כ- 633 מיליוני ש"ח (על פי שיטת פיצול רכיבי ההון).

הקצאת שווי כולל	אומדן חלק אמבלייז	הקצאת שווי השקעת אמבלייז אפקטיבית	ריבית
	(מיליוני ש"ח)		
הון מניות	367	258	70.3%
אופציות Put לנץ	17	12	70.3%
הלוואות בעלים (ריבית 10%)	363	363	100.0%
סה"כ	747	633	

הקצאת שווי כולל	אומדן חלק דנקנר	הקצאת שווי השקעת דנקנר אפקטיבית	ריבית
	(מיליוני ש"ח)		
הון מניות	367	109	29.7%
אופציות Put לנץ	17	5	29.7%
הלוואות בעלים (ריבית 10%)	363	-	0.0%
סה"כ	747	114	

**(ג) הערכת השווי**

**1. תיאור רכיבי ההמרה הגלומים במתווה**  
במתווה כלולות מספר זכויות המרה כדלקמן:

(I) אופציית מכר (Put) בידי דנקנר לחייב את המרת המניות לפי שוויים ההוגן בכל בעת, עד למועד פקיעתה. בעבודתנו הערכנו את שוויה של אופציה זו בכ- 0 שכן במכלול מצבי הטבע האפשריים אשר בחנו, אין היא נכנסת בתוקף, לחילופין ערכה אפס או לחילופין היא מהווה Option to Fair Value Price, אשר אף ערכה אינו מהותי.

(II) אופציית מכר (Put) בידי נץ, הניתנת למימוש במהלך 3 שנים אשר תחילתן 3 שנים לאחר מועד השלמת העסקה, בכפוף לתוספת מימוש משתנה השווה למכפלת מחיר המימוש הנקוב בהסכם (46.60 מיליוני ש"ח) בתוספת ריבית שנתית של כ- 8.25%. אופציה זו הוערכה על ידנו באמצעות המודל התרינומי.

(III) אופציית מכר (Put) בידי משקיע, הניתנת למימוש במהלך 3 שנים אשר תחילתן 3 שנים לאחר מועד השלמת העסקה, בכפוף לתוספת מימוש משתנה השווה למחיר המימוש הנקוב בהסכם (82.60 מיליוני ש"ח) בתוספת ריבית שנתית השווה לריבית הפריים + 3.25% לשנה. אופציה זו לא הוערכה על ידנו, אך עם זאת אנו שומרים לעצמנו את הזכות לשוב ולהעריך את שווייה ככל שיחתם הסכם עם המשקיע.

**2. מתודולוגיה להמחרת אופציות**

קיימות שיטות רבות להערכת שווי אופציות (אופציות המשובצות בהסכם, במקרה דנן) המבוססות ברובן על מתודולוגיות של רציפות או קירוב לרציפות, כגון מודל בלק-שולס, המודל הבינומי הסטנדרטי של קוקס-רוס-רובינשטיין, המודל התרינומי הסטנדרטי של בויל, מודל מונטה-קרלו של בויל וכן שיטות הפרש סופי (Finite Difference Method).



היות וחישוב הערך הכלכלי על בסיס מודל בלק-שולס-מרטון אינו מביא בחשבון את חסימתה של אופציית ה-Put לתקופת החסימה שפורטה בהסכם מחד ומניח כי אופציית ה-Put תמומש ביום האחרון האפשרי טרם פקיעתה (קרי, אופציה אירופאית), הרי שהמודל האמור איננו מתאים להערכת שווייה של אופציית ה-Put. הואיל ואופציית ה-Put ניתנת למימוש במהלך תקופת המימוש שפורטה בהסכם, בכל עת עד למועד פקיעתה (קרי, אופציה אמריקאית), ותוספת המימוש האפקטיבית משתנה כתוצאה מהריבית הצבורה במשך התקופה, הרי שקיימת סבירות למימוש מוקדם של האופציה לאורך משך חייה. לפיכך, המתודולוגיה בה השתמשנו לצורך הערכת שווי אופציית ה-Put הינה שימוש במודל התרינומי של בויל (500 איטרציות) להערכת שווי אופציה ברמודית (קרי, אופציה אמריקאית עם תקופת חסימה).

המודל התרינומי לתמחור אופציות הינו מודל פיננסי המספק שיטה נומרית להערכת אופציות המבוססת על אסטרטגיה חסרת סיכון. שווי האופציה המחושבת במודל נאמד על ידי תהליך רקורסיבי ממועד הפקיעה למועד החישוב על בסיס צמתי ההחלטה במודל, כאשר בכל צומת החלטה (אופציה אמריקאית, במקרה דנן) המשקיע צפוי לבחור בגבוה מבין השווי הפנימי (קרי, הרווח ממימוש האופציה) לבין התוחלת המהווה של הצמתיים העוקבים במודל.

### 3. ריכוז תוצאת חישוב שווי אופציית ה-Put לנץ

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי אי.די.בי פיתוח (Pre Money) בתוספת הזרמה לאי.די.בי פיתוח שווי חלק אי.די.בי החזקות באי.די.בי פיתוח
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
מיליוני ש"ח			מיליוני ש"ח		
			901	1,067	
			770	770	
805	885	48.20%	1,671	1,837	

**להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי חלק אי.די.בי החזקות באי.די.בי פיתוח, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 805-885 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 844 מיליון שקלים חדשים).**

טווח שווי חברה		אחוז החזקה	טווח שווי חברה		שווי נכסי אי.די.בי החזקות בתוספת שווי מימון אמצעי שליטה בניכוי הוצאות מטה שווי חלק נץ באי.די.בי החזקות
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
מיליוני ש"ח			מיליוני ש"ח		
		8.50%	805	885	
			142	142	
			-10	-10	
80	86		938	1,018	

**להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי חלק נץ באי.די.בי החזקות, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 80-86 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 83 מיליון שקלים חדשים).**

הערות	מירוט הנחת העבודה
כמפורט בתנאי הסכם	מועד ההערכה (י)
15/09/2013	שווי נכס הבסיס (מיליוני ש"ח)
83.0	ריבית חסרת סיכון (%)
8.50% ממניות אי.די.בי החזקות	דיבידנד (%)
על בסיס ריבית אג"ח ממשלת ישראל לתקופה של 5-7 שנים	תקופת החסימה (י)
3.42%	סטיות התקן (%)
היות ותוספת המימוש מותאמת לחלוקת דיבידנד אפשרית	משך חיי האופציה (י)
0.00%	תוספת המימוש החוזית (מיליוני ש"ח)
כמפורט בתנאי הסכם	שיעור העלייה השנתית הצפויה בתוספת המימוש (%)
3.00	תוצאת הערך הכלכלי של האופציה
על בסיס סטיות התקן הארוכות של מניית אי.די.בי החזקות	המודל התרינומי של בויל (500 איטרציות) (מיליוני ש"ח)
40.00%	17.3
כמפורט בתנאי הסכם	
6.00	
כמפורט בתנאי הסכם	
46.6	
כמפורט בתנאי הסכם	
8.25%	

**להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווייה של אופציית ה-Put לנץ המשוצבת בהסכם ליום 15 בספטמבר 2013, נאמד בכ- 17.3 מיליוני שקלים חדשים.**

לשם הנוחות ולמען ההשוואה, להלן ניתוח רגישות דו פרמטרי לשווי אופציית ה-Put לנץ ביחס לשינויים מעלה ומטה של 5% ו-10% ב-(i) שווי נכס הבסיס (הפועל על השווי ביחס הפוך) ו-(ii) התנדוטיות הנורמטיבית הצפויה של תשואות שווי נכס הבסיס (הפועלת על השווי ביחס ישר):





ההוגן ; 3) בשיטת הבנייה מלמטה (Build-Up Method)- כסך הצברם של שווי השוק של ההון העצמי בתוספת ערכי התחייבויות הלא שוטפות בלבד, בספרי החברה הנאמדת מותאמים לשוויים ההוגן (מתוך שמרנות מקובל להוסיף גם את חלק החוב השוטף בגין אגרות חוב ואת החזר הלוואות לבנקים, ככל שזה קיים).

לשם המחשה, שווי ההוגן של אקוויטי החברה (S) שקול אפקטיבית, מכל הבחינות המהותיות, לפוזיציה של רכישת אופציית Call עם מחיר מחיר מימוש השווה לסך ערך הנקוב של מכשירי החוב של החברה (F) בתוספת הריביות הצבורות בגינן (AI). לאמור- שוויים הכולל של מכשירי החוב של החברה (D), הינו ההפרש שבין שווי נכסי הפירמה (V) לבין שווי האקוויטי (S) כפי שחושב לעיל.

$$S = Call(F + AI)$$

$$D = V - S$$

**5. פיצול שווי רכיבי חוב והון**

טווח שווי חברה		אחוז	טווח שווי חברה		שווי נכסי אי.די.בי החזקות
נמוך	גבוה		נמוך	גבוה	
מיליוני ש"ח		החזקה	מיליוני ש"ח		
616	677	76.50%	805	885	שווי נכסי אי.די.בי החזקות
109	109		142	142	בתוספת שווי מימון אמצעי שליטה
-8	-8		-10	-10	בניכוי הוצאות מטה
<b>717</b>	<b>778</b>		938	1,018	שווי חלק NEWCO באי.די.בי החזקות

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי חלק NEWCO באי.די.בי החזקות, נאמד ליום 15 בספטמבר 2013 בטווח של כ- 717-778 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת בכ- 747 מיליון שקלים חדשים).

שווי חלקה של נץ באי.די.בי פיתוח (במיליוני שקלים חדשים)

91	87	83	79	75	
18	19	20	21	21	44.00%
17	18	18	19	20	42.00%
16	16	17	18	19	40.00%
14	15	16	17	18	38.00%
13	14	15	16	17	36.00%

התנודתיות הנורמטיבית הצפויה

**4. מתודולוגיה לפיצול רכיבי חוב והון**

בראייה כלכלית מימונית, ניתן לראות במניות החברה כזכויות חוזיות המשקפות הלכה למעשה אופציות רכש (Call) על שווי נכסי הפירמה (נקרא גם השווי התפעולי או שווי הפעילות), היות וזכויותיהן של המניות הינן זכויות בעלות שווי שירי (Residual Value). שיטה זו (OPM- Option Pricing) Model השייכת לקבוצת טכניקות הערכת שווי באמצעות תמחור זכויות מותנות (Contingent Claims Valuation Methodologies) מועדפות לרוב במצבים הכוללים מבנה הון מורכב, כגון ריבוי שכבות של חוב בדרגות בכירות שונות. עיקר תיעודן שיטה זו מקורו בשימוש מצומצם בהנחות עתידיות ובחישוב ה-Implied Value של שווי מכשירי החוב וההון השונים של החברה, כפי שנגזר ומתגלה משווי נכסי הפירמה.

במסגרת מתודה זו, שווי של נכס הבסיס של אופציות הרכש, המשתמעות מהזכויות ההוניות השיריות הגלומות בהון החברה, הינו סך שווי נכסי הפירמה בטרם חלוקתו היחסית בין שכבות בעלי זכויות החוב וההון השונים, בעוד שמחיר המימוש מבוסס על הערך הנקוב בתוספת הריבית הנקובה הצבורה (Accrued) בהתאם למועדי הפדיון השונים של שכבות החוב השונות. מקובל לאמוד את שווי נכסי הפירמה באחת משלוש השיטות הבאות: (1) בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF)- כערך הנוכחי של תזרימי המזומנים חופשיים של החברה המוערכת; (2) בשיטת השווי הנכסי הגולמי (GAV)- כסך הצברם של ערכי הנכסים בלבד, בספרי החברה הנאמדת מותאמים לשוויים



להלן טבלת ההתחייבויות של NEWCO למועד עבודתנו :

סוג ההתחייבות	במיליוני ש"ח	הערות
הלוואות בעלים	748	שווי פנקסני
אופציית Put לנץ	17	שווי הונן
סה"כ	<b>766</b>	

**7. סיכום פיצול שווי רכיבי חוב והון**

להלן ריכוז תוצאות עבודתנו, תחת חישוב שווי פעילות (קרי, נכסי הפירמה) של NEWCO של כ- 747 מיליוני ש"ח, אשר תואמות להערכתנו את שווי הפעילות המשתמע מתחשיב השווי שביצענו לאי.די.בי פיתוח למועד עבודתנו, תחת מודל ה- Option Pricing Model אשר שימש בעבודתנו :

הקצאת שווי כולל	אומדן חלק	הקצאת שווי ריבית	השקעת אמבליז	אפקטיבית
367	70.3%	258	12	3.4%
17	70.3%	12	363	11.4%
<b>747</b>		<b>633</b>		

הון מניות 367  
אופציית Put לנץ 17  
הלוואות בעלים (ריבית 10%) 363  
סה"כ 747

מירט הנחות העבודה	הערות	15/09/2013
מועד ההערכה (.)	כמפורט בתנאי הסכם	15/09/2013
שווי נכס הבסיס (מיליוני ש"ח)	76.5% ממניות אי.די.בי החזקות	747.0
ריבית חסרת סיכון (%)	על בסיס ריבית אג"ח ממשלת ישראל לתקופה של 8-10 שנים	4.55%
סטיית התקן (%)	על בסיס סטיות התקן הארוכות של מניית אי.די.בי החזקות	40.00%
משך חיי האופציה (.)	על בסיס שיקול הממ"מים של התחייבויות החברה	9.91

**6. תמצית מערך משוואות האופציות**

לשם פיצול שווי נכסי הפירמה לרכיבי החוב וההון השונים, פעלנו כאמור על פי שיטת OPM על בסיס המתודה כי פוזיצית מכשיר חוב, זהה לרכישת אופציית Call עם מחיר מימוש השווה לסך ערך הנקוב של מכשירי החוב של החברה העדיפים על פניו בתוספת הריביות הצבורות בגינן, ומכירת אופציית Call עם מחיר מימוש השווה לסך ערך הנקוב של חוב אלו ושל מכשיר החוב האמור בתוספת הריביות הצבורות בגינן.

**8. ניתוח רגישות**

לשם בחינת סבירות, ניתן לראות ששיעור הריבית האפקטיבית של הלוואות הבעלים, קרובה מאוד למחיר החוב שנלקח בעבודתנו, כביטוי לכך שלא גלום כמעט סיכון עודף בהלוואות הבעלים. לאור האמור נראה כי השיעור המתקבל הינו בגדר הסביר.

**תמצית מערכת המשוואות**

פרטים	תאריך חישוב	משך	סה"כ שווי פחיצה (מיליוני ש"ח)
B-S-M			
(0)	15/09/2013	9.91	747
(1,087)	15/09/2013	9.91	367

**שווי נכס הבסיס (במיליוני ש"ח)**

הקצאת שווי	ריבית	הקצאת שווי	ריבית	הקצאת שווי	ריבית
391	367	367	367	344	344
17	17	17	17	18	18
371	371	363	363	355	355
<b>778</b>		<b>747</b>		<b>717</b>	



להלן ניתוח רגישות לשווי הלוואת הבעלים, הון המניות ואופציית ה-Put לנץ  
 לשווי נכס הבסיס (במיליוני ש"ח):

717		747- השווי		778		שווי נכס הבסיס (במיליוני ש"ח)
ריבית	הקצאת שווי	ריבית	הקצאת שווי	ריבית	הקצאת שווי	
השקעת אמבלינו	242	השקעת אמבלינו	258	השקעת אמבלינו	275	הון מניות אופציית Put לנץ הלוואות בעלים (ריבית 10%)
(מיליוני ש"ח)		(מיליוני ש"ח)		(מיליוני ש"ח)		
3.4%	13	3.4%	12	3.4%	12	
11.7%	355	11.4%	363	11.1%	371	
	<u>610</u>		<u>633</u>		<u>657</u>	

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שווי חלק  
 אימבלינו ב- NEWCO נאמד ליום 15 בספטמבר 2013, בטווח של כ-  
 610-657 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת כ- 633 מיליון שקלים חדשים).

---

נספח – פרטים נוספים אודות מעריך  
השווי

## נספח - פרטים נוספים אודות מעריך השווי

### 1. פרטי המשרד המעריך: שווי פנימי

שווי פנימי הינו בוטיק ייעוץ והדרכה המתמחה בהערכות שווי חברות ומכשירים פיננסיים ובכלים למדידה וניהול סיכונים כגון: מודלים של VaR וניהול סיכונים פיננסיים, אופציות ונגזרים אחרים, הנדסה פיננסית ומוצרים מובנים, תהליכים סטוכסטיים וסימולציית Monte Carlo, חיזוי ואופטימיזציה, סטטיסטיקה ומידול סיכונים. ניתוח ומדידת חברות ומכשירים פיננסיים בסיכון; זיהוי, כימות, הערכת שווי, גידור, הפחתה ובזיור סיכונים. בין לקוחות המשרד נמנים משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וחברות ציבוריות ופרטיות בארץ.

### 2. פעילות הייעוץ של המשרד:

שווי פנימי מציע לאירגונים שירותי ייעוץ בהערכות שווי וניהול סיכונים לצורכי יישום הוראות רגולטוריות מקומיות (הוראות קיימות של בנק ישראל, אגף שוק ההון, גלאי 2, HS-STD ועוד) ובינלאומיות (Basel ו-Solvency), לצרכי עמידה בתקנה חשבונאית ישראלית וזרה (IFRS ו-US GAAP), לצרכי עסקה, לצרכי מס ולצרכים הספיציפיים של האירגון. המומחים של שווי פנימי משתמשים בניתוח כמותי ובמודלים להערכות שווי וניתוח סיכונים (כגון: מודלים סגורים, מודלים גמישים, שיטות נומריות, סימולציית Monte Carlo וכו') בכדי לגשר על הפער שבין התיאוריה המימונית-כמותית והפקרטקה "בעולם האמיתי".

### א. ייעוץ בהערכות שווי לצרכי דיווח כספי

שווי פנימי מציע שירותי הערכות שווי מיוחדים ובאיכות גבוהה לצרכי דיווח כספי על בסיס תקני חשבונאות בינלאומיים (IFRS- International Financial Reporting Standard), תקני חשבונאות אמריקאיים (US GAAP) ותקני חשבונאות ישראליים, כגון:

- הערכת שווי חברה לצרכים חשבונאיים.
- ייחוס עודף עלות הרכישה לנכסים בלתי מוחשיים ברכישת מניות [IFRS 3(R)].

- בחינת פגימת מוניטין (IAS 36).

- הערכת שווי כלכלי של כתבי אופציה לעובדים, נושאי משרה ודירקטורים (IFRS 2).

- פיצול רכיבי חוב והון של חברה (409A).

- מכשירים מורכבים (נגזרים משובצים ועסקאות החלפה על חדלות פירעון אשראי (IAS 39 ו- IAS 32).

- הערכת שווי הוגן של התחייבות בגין תמלוגים למדען הראשי (IAS 20 ו- IAS 37).

- מדידת שווי הוגן (IFRS 13).

- חישוב הפרמטרים הדרושים לשם ביטול ההצמדה למדד המחירים לצרכן של כתבי אופציה.

- הערכת שווי כלכלי של ערבויות בעלים, הלוואות גישור, רשתות ביטחון מצדדים קשורים והסכמי חכירה (מסלול הארכת תקופה ומסלול חוב כספי).

- חוות דעת בנושא שווים ההוגן של נגזרים פיננסיים המשובצים בחוזים/הסכמים.

- חוות דעת בנושא שווי הוגן לנכסים והתחייבויות מסוימים הנכללים במסגרת הסדר החוב.

### ב. ייעוץ בהערכות שווי לצרכי עסקה

שווי פנימי מציע שירותי הערכות שווי מיוחדים ובאיכות גבוהה לצרכי עסקה בעיקר בתהליכי קניית חברות, מיזוג בין חברות, בתהליכי גיוס הון וכיוצא באלה עסקאות, כגון:

- הערכת שווי בתהליכי קניית חברות, מיזוג בין חברות ובתהליכי גיוס הון.

- חוות דעת הוגנות הערכת יחסי המיזוג בין חברות.

- כימות שווי השליטה.

- הערכת שיעור הניכיון בגין מרכיב אי הסחירות (DLOM).

- תגמול בכירים בקבוצת השוואה (תיקון 20 לחוק החברות).

### ג. ייעוץ בניהול סיכונים לתאגידים פיננסיים

- שווי פנימי מציע שירותי ניהול סיכונים מיוחדים ובאיכות גבוהה למוסדות פיננסיים (בנק ישראל, משרד האוצר, הרשות לניירות ערך, הבורסה לניירות ערך בתל אביב, בנקים, חברות ביטוח, בתי השקעות וכו'), כגון:
  - מיפוי סיכונים בבנק: אשראי, שוק ותפעולים.
  - הטמעת מערכות מיחשוביות לניהול סיכונים.
  - תיקוף מודלים.
  - ייעוץ שוטף לבקרת ניהול סיכונים בבנק ודרישות באזל II.
  - ייעוץ שוטף לניהול סיכונים בבנק ודרישות באזל III.
  - ייעוץ שוטף לניהול סיכונים בחברת ביטוח ודרישות סולבנסי III.
  - סוגיית אופציות גלומות.
  - ייעוץ בהתאמת שוויין ההוגן של עסקאות נגזרות פיננסיות לסיכוני אשראי (CVA ו-DVA).
  - הערכת סיכוני אשראי באג"ח ואומדן פרמיית הסיכון באג"ח.
  - כלי הגנה על חשיפות לסיכוני מט"ח.
  - דיווח על סיכוני חשיפה לריבית.

### ד. ייעוץ בניהול סיכונים לתאגידים עסקיים

- שווי פנימי מציע שירותי ניהול סיכונים מיוחדים ובאיכות גבוהה לתאגידים עסקיים (ציבוריים ופרטיים, יצרניים ומסחריים) שירותי ייעוץ בניהול סיכונים, כגון:
  - קביעת פונקציה המטרה של האירגון.
  - מיפוי סיכונים פיננסיים וסיכונים עסקיים.
  - איתור כלי הגנה על חשיפות לסיכוני שוק.
  - עיצוב אסטרטגיית החברה בניהול סיכונים.
  - בדיקת אפקטיביות הגידור.
  - חוות דעת כלכלית לבחינת יכולת הפירעון והאיתנות הפיננסית של חברה.
  - מבחני רגישות לדוח גלאי 2 (לרבות VaR Analysis).
  - מבחני רגישות ל-IFRS 7 ול-IFRS 9.

- הערכת סיכונים.

- בניית מודלים.

- ייעוץ בהקמת מערכת מיחשובית לניהול סיכונים.

- תוכנית לגידור סיכוני מט"ח.

- תוכנית הגנה על חשיפות לסיכוני שוק.

- בדיקת אסטרטגיית לניהול חשיפות.

- ארגון קורס מקיף בניהול סיכונים (במתכונת GARP או PRMIA).

### 3. פעילות ההדרכה של המשרד:

שווי פנימי מציע לאירגונים שירותי הדרכה, באמצעות מגוון רחב של סמינרי הדרכה בתחומים הבאים: תורת המימון, מכשירים פיננסיים, שווקים פיננסיים, היסודות המתמטיים של ניהול הסיכונים, פרקטיקות לניהול סיכונים, ניתוח מקרים מן העבר בניהול סיכונים, מידול פיננסי וכלכלי באמצעות תוכנת Excel וקורסים נוספים המותאמים לדרישות ולצרכים הספציפיים של כל אירגון. המומחים של שווי פנימי משתמשים בידע ובניסיון הרב שלהם ביסודות ניהול הסיכונים ובשווקים ומוצרים פיננסיים על מנת לבנות ולהעביר סמינרי ההדרכה המשלבים תיאוריה כלכלית כמותית עם יישום מעשי.

### א. סמינרי הדרכה בנושא תורת המימון, מכשירים פיננסיים ושווקים פיננסיים

סמינרי ההדרכה של שווי פנימי בנושא תורת המימון, מכשירים פיננסיים ושווקים פיננסיים מרעננים את הידע של המשתתפים ואת הבנתם ביסודות תורת המימון, המכשירים הפיננסיים המספקים כלים להפחתה או להעברה של סיכונים וכן השווקים הפיננסיים שבהם נסחרים המכשירים ומגויס הון.

- שערי ריבית וערך הזמן.

- סיכון ושנאת הסיכון.

- מתמטיקה של תיקים.

- הקצאת הון.



- מודל CAPM ומודלים רב-גורמיים.
- יסודות מבנה ההון.
- המבנה העתי של שערי הריבית.
- הערכת שווי עסקאות אקדמה (Forwards).
- עקרונות בסיסיים בתמחור אופציות.
- מאפיינים כלליים של איגרות חוב.
- ניתוח איגרות חוב.
- עתידיות (Futures) ועסקאות אקדמה.
- עסקאות החלפה (Swaps).
- אופציות ונילה.
- נגזרי אשראי.
- תיקים של אופציות תקרה (Caps), תיקים של אופציות רצפה (Floors), ואופציות על עסקאות החלפה (Swaptions).
- שוקי איגרות החוב.
- שוקי מטבע החוץ.
- שוקי המניות.
- שוקי העתידיות (Futures).
- מבנה שוקי הסחורות.
- שוקי האנרגיה.

#### ב. סמינרי הדרכה בנושא היסודות המתמטיים של ניהול הסיכונים

סמינרי ההדרכה של שווי פנימי בנושא היסודות המתמטיים של ניהול הסיכונים מרעננים את הידע של המשתתפים ואת הבנתם בשיטות מתמטיות וסטטיסטיות. עם זאת, אנו מכירים בכך שלמשתתפים רבים אין תארים במתמטיקה, בפיסיקה או בתחומים כמותיים אחרים ולפיכך, סמינרי ההדרכה של שווי פנימי בנושא מיועדים למשתתפים חסרי כל רקע כמותי, מציגים ומסבירים את כל המתמטיקה והסטטיסטיקה הרלוונטיות לניהול סיכונים פיננסיים, כאשר כל סמינר מוצג באופן פדגוגי, בליווי גיליונות Excel הבאים להסביר דוגמאות פרקטיים רבות.

- יסודות המתמטיקה.
- סטטיסטיקה תיאורית.
- קלקולוס – חשבון דיפרנציאלי ואינטגרלי.
- מתמטיקה לינארית ואלגברה של מטריצות.
- תורת ההסתברות.
- ניתוח רגרסיה.
- שיטות נומריות.

#### ג. סמינרי הדרכה בנושא פרקטיקות לניהול סיכונים, סיכוני שוק, סיכוני אשראי

##### סיכונים תפעוליים

סמינרי ההדרכה של שווי פנימי בנושא פרקטיקות לניהול סיכונים, סיכוני שוק, סיכוני אשראי וסיכונים תפעוליים מרעננים את הידע של המשתתפים ואת הבנתם בפרקטיקות מודרניות לניהול סיכונים.

- הקצאת הון ומדידת ביצועים המותאמים לסיכון.
- ניהול סיכוני שוק.
- מבוא למודלים של VaR.
- מודלים מתקדמים של VaR.
- מבחני מצוקה.
- ניהול סיכוני נזילות.
- מבחני תרחישי קיצון.
- ניהול סיכוני אשראי.
- מידול סיכוני אשראי.
- חשיפות אשראי.
- הסתברויות לחדלות פירעון והגירת אשראי (Credit Migration).
- מודלים של הפסדי אשראי עבור תיקים.
- חישובי הון כנגד סיכוני אשראי.
- מסגרת לניהול סיכונים תפעוליים.

- מודלים של מימון הפירמה.
- מודלים של תיקי השקעות.
- מודלים להערכת שווי אופציות.
- איגרות חוב ומשך חיים ממוצע.
- מבוא לבניית אפליקציות אקסליות באמצעות Visual Basic.
- שיקולים טכניים.

- מודלים של תהליכי סיכונים תפעוליים.
- VaR של סיכונים תפעוליים (OptVaR).
- סיכוני מידע ארגוני.
- סיכונים מערכתיים.

#### ד. סמינרי הדרכה בנושא ניתוח מקרים מן העבר בניהול סיכונים

סמינרי ההדרכה של שווי פנימי בנושא ניתוח מקרים מן העבר בניהול סיכונים מרעננים את הידע של המשתתפים ואת הבנתם בלקחים שהופקו מכשלים בניהול סיכונים שקרו ברחבי העולם.

- בנק ברינגס (Barings).
- בנק לאומי לאוסטרליה (National Australia Bank) - אופציות מט"ח.
- בנקגזלשאפט (Bankgesellschaft), בנק האיגוד) ברלין.
- טאיזיי חברת לביטוח אש ומים (TFMI- Taisei Fire and Marine Insurance Co).
- בנק וושינגטון מיוצ'ואל (Washington Mutual).
- סוכנויות המשכנתאות פאני מיי ופרדי מאק (Fannie Mae and Freddie Mac).
- קרן הגידור LTCM.
- בנק ההשקעות בנקרס טראסט (BT- Bankers Trust).
- מחוז אורנג' שבקליפורניה (Orange County).
- בנק נורת'רן רוק (Northern Rock).
- מטאלגזלשאפט (Metallgesellschaft, חברת המתכת).
- ענקית התקשורת וורלדקום (Worldcom).
- חברת הנפט הסינית צ'יינה אוויאישן אויל (CAO- China Aviation Oil).

#### ה. סמינרי הדרכה בנושא מידול כלכלי ופיננסי באמצעות תוכנת Excel

סמינרי ההדרכה של שווי פנימי בנושא מידול כלכלי ופיננסי באמצעות תוכנת Excel מרעננים את הידע של המשתתפים ואת הבנתם בשיטות נומריות ו/או סמולציוניות של תוכנת Excel ליישום מודלים פיננסיים נפוצים.



**פרטי מעריך השווי האחראי: מר רועי פולניצר, כלכלן, CRM, FRM, MBA (fin.)**

□ בעשור האחרון, מר פולניצר חיווה את דעתו המקצועית במאות הערכות שווי ועבודות יעוץ כלכליות לחברות ציבוריות ופרטיות בארץ, בתחומים שונים, בהיקפים מצטברים של מיליארדי שקלים חדשים.

- Member in Good Standing: Israeli Association of Risk Managers (IARM).
- Individual Member: Global Association of Risk Professionals (GARP).
- Sustaining Member in the Professional Risk Managers' International Association (PRMIA).

□ בוגר קורס בנושא מבוא לתכנות מדעי וסטטיסטי – שפת R, החוג לסטטיסטיקה, באוניברסיטת חיפה.

□ בוגר קורס בנושא תמחור חוזי ביטוח פנסיוניים, של המחלקה למנהל עסקים, באוניברסיטת בן גוריון.

□ בוגר קורס בנושא תמחור חוזי ביטוח חיים, של המחלקה למנהל עסקים, באוניברסיטת בן גוריון.

□ בוגר קורס בנושא תורת הסיכונים – הון סיכון, של המחלקה למנהל עסקים, באוניברסיטת בן גוריון.

□ בוגר קורסים של החוג לסטטיסטיקה (ללימודי תעודה באקטואריה) באוניברסיטת חיפה, בתחומים הבאים:

- Subject CT1 – Financial Mathematics.
- Subject CT2 – Finance and Financial Reporting.
- Subject CT3 – Probability and Mathematical Statistics.
- Subject CT7 – Business Economics.
- Subject CT8 – Financial Economics.

□ בוגר השתלמויות מקצועיות של הסניף האקדמי של GARP ישראל, ביחידה ללימודי חוץ של אוניברסיטת אריאל, בתחומים הבאים:

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

□ Certified Risk Manager (CRM) - Chartered by the Israeli Association of Risk Managers.

□ Financial Risk Manager (FRM) - Certified by the Global Association of Risk Professionals No. 194688.

□ לומד למבחן בינלאומי להסמכה Professional Risk Manager מאירגון בינ"ל PRMIA.

□ תואר MBA (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון במנהל עסקים עם התמחות במימון וניהול סיכונים.

□ בוגר קורסים של המחלקה לכלכלה (ללימודי תואר MA בכלכלה) באוניברסיטת בן גוריון, בתחומים הבאים:

- Mathematical Methods in Economics A – Linear Algebra.
- Mathematical Methods in Economics B – Differential Equations.
- Options and Future Contracts.
- Advanced Portfolio Selection.
- Fixed Income.



☐ Forecasting Financial Markets.

- ☐ מעבר בהצלחה של כל בחינות הרשות לניירות ערך בישראל לרישיון מנהל תיקים בישראל.
- ☐ תואר BA (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון וניהול תיקים.
- ☐ מרצה ביחידה ללימודי חוץ של אוניברסיטת אריאל, בתחום הסטטיסטיקה והתהליכים הסטוכסטיים.
- ☐ **ניסיון מימוני וסטטיסטי – פרקטי:** לשעבר עוזר מחקר בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית (לרבות פרסום מחקרים אמפיריים כמאמרים אקדמיים בכתבי עת מקצועיים) של המלומד ה"ר **שילה ליפשיץ** ז"ל, מייסד וראש תחום הערכות השווי במשרד רואי החשבון **רווה, 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**.
- ☐ **ידע כלכלי – תיאורטי:** לשעבר עוזר הוראה של המלומד ה"ר **שילה ליפשיץ** ז"ל, בקורסים בתחום מימון הפירמה ובנקאות במוסדות אקדמיים שונים, מרצה בקורסים בתחום נגזרות וניהול סיכונים בפקולטה לניהול **במכללה האקדמית אחוזה**, מרצה בקורסים בתחום ניתוח דוחות כספיים והערכות שווי בבית הספר לכלכלה **במכללה האקדמית אשקלון** ומרצה בקורס הכנה פרטי למבחני הרשות לניירות ערך בישראל לרישיון מנהל תיקים (קורסים בתחום ניתוח ניירות ערך, מכשירים פיננסיים וניהול תיקי השקעות).

###