



הערכת שווי הרכיב המנייתי ומרווח האשראי
הגלומים במחיר השוק של אג"ח להמרה
סדרה א של רבוע כחול נדל"ן בע"מ
נכון ל- 30/09/2014

רועי פולניצר, FRM, CRM, MBA
שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים



תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת העבודה
 - 1.2 מקורות מידע
 - 1.3 פרטי המשרד המערך והמערך
2. מבנה ההון של החברה
 - 2.1 כללי
 - 2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה
3. מתודולוגיה
 - 3.1 כללי
 - 3.2 המודל
4. הערכת שווי הרכיב המנייתי ומרווח האשראי
 - 4.1 הנחות העבודה
 - 4.2 סיכום הערכת השווי



1.1 מטרת העבודה

- החלטנו לצורכי מחקר לבצע הערכה כלכלית של הרכיב המנייתי ומרווח האשראי הגלומים במחיר השוק של אג"ח להמרה סדרה א של רבוע כחול נדל"ן בע"מ (להלן "רבוע" ו/או "החברה") ל-30.9.14.
- הערכה כלכלית אינה מדע מדויק, והיא אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נכון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים, הנחות יסוד שנקבעו ותחזיות שנאמדו.
- שינויים במשתנים העיקריים ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות היסוד ובהתאם את המסקנות.



תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת העבודה
 - 1.2 מקורות מידע
 - 1.3 פרטי המשרד המערך והמערך
2. מבנה ההון של החברה
 - 2.1 כללי
 - 2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה
3. מתודולוגיה
 - 3.1 כללי
 - 3.2 המודל
4. הערכת שווי הרכיב המנייתי ומרווח האשראי
 - 4.1 הנחות העבודה
 - 4.2 סיכום הערכת השווי



1.2 מקורות המידע

- אתר הבורסה לניירות ערך בת"א <http://www.tase.co.il>
- אתר ביזפורטל <http://www.bizportal.co.il>
- אתרים נוספים באינטרנט



תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת העבודה
 - 1.2 מקורות מידע
 - 1.3 פרטי המשרד המערך והמערך
2. מבנה ההון של החברה
 - 2.1 כללי
 - 2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה
3. מתודולוגיה
 - 3.1 כללי
 - 3.2 המודל
4. הערכת שווי הרכיב המנייתי ומרווח האשראי
 - 4.1 הנחות העבודה
 - 4.2 סיכום הערכת השווי

1.3 פרטי המשרד המערך והמערך

- משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי, מתמחה במתן ייעוץ כלכלי והערכות שווי מקצועיות בלתי תלויות, על פי כללי חשבונאות בין לאומית IFRS, US GAAP ותקינה חשבונאית ישראלית, לצורכי דיווח כספי וכחוות דעת לרשויות רגולטוריות וסטטוטוריות שונות, בארץ ובחו"ל.
- מר רועי פולניצר, FRM, בעלים של "שווי פנימי" – מערכי שווי בלתי תלויים, מוסמך כמומחה לניהול סיכונים פיננסיים (FRM) על ידי האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP), מוסמך כמומחה לניהול סיכונים (CRM) על ידי האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM), בעל תואר BA (בהצטיינות) בכלכלה ותואר MBA (בהצטיינות) במנהל עסקים שניהם עם התמחות במימון ומאוניברסיטת בן גוריון.
- בעשור האחרון, מר פולניצר ביצע אלפי הערכות שווי מקצועיות בלתי תלויות ועבודות ייעוץ כלכליות בארץ ובחו"ל בתחומים שונים, בהיקפים מצטברים של מיליארדי דולרים.



תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת העבודה
 - 1.2 מקורות מידע
 - 1.3 פרטי המשרד המערך והמערך
2. מבנה ההון של החברה
 - 2.1 כללי
 - 2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה
3. מתודולוגיה
 - 3.1 כללי
 - 3.2 המודל
4. הערכת שווי הרכיב המנייתי ומרווח האשראי
 - 4.1 הנחות העבודה
 - 4.2 סיכום הערכת השווי

2.1 כללי

- להלן נתונים עיקריים לגבי שווי החברה והאג"ח להמרה סדרה א של החברה ל- 30.9.14 ב- ₪:
 - ☐ שווי מניה- 137.0000 ₪
 - ☐ הון מונפק ונפרע- 11,574,878
 - ☐ שווי שוק מניות- 1,589,230,749 ₪
 - ☐ שווי איגרת חוב להמרה- 1.2730 ₪
 - ☐ ערך נקוב אג"ח להמרה- 50,000,000 ₪
 - ☐ שווי שוק אג"ח להמרה- 63,650,000 ₪



תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת העבודה
 - 1.2 מקורות מידע
 - 1.3 פרטי המשרד המערך והמערך
2. מבנה ההון של החברה
 - 2.1 כללי
 - 2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה
3. מתודולוגיה
 - 3.1 כללי
 - 3.2 המודל
4. הערכת שווי הרכיב המנייתי ומרווח האשראי
 - 4.1 הנחות העבודה
 - 4.2 סיכום הערכת השווי



2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה

- להלן פירוט תנאי אג"ח להמרה סדרה א של החברה:
 - ☐ פירעון לשיעורין
 - ☐ האג"ח צמוד למדד המחירים לצרכן
 - ☐ מחיר ההמרה - 233.23 ₪ ערך נקוב אג"ח למניה רגילה אחת בת 1 ₪ ערך נקוב.

2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה

- להלן לוח הסילוקין (לפני הצמדה) של אג"ח להמרה סדרה א של החברה, ממועד ההערכה ועד למועד הפירעון:

Date	Notional	Notional payment	Interest payment	Total payment	Balance
30/09/2014	₪ 1.00000	₪ 0.00000	₪ 0.00000	₪ 0.00000	₪ 1.00000
28/02/2015	₪ 1.00000	₪ 0.0000	₪ 0.0313	₪ 0.03125	₪ 1.00000
31/08/2015	₪ 1.00000	₪ 0.5000	₪ 0.0313	₪ 0.53125	₪ 0.50000
29/02/2016	₪ 0.50000	₪ 0.0000	₪ 0.0156	₪ 0.01563	₪ 0.50000
31/08/2016	₪ 0.50000	₪ 0.5000	₪ 0.0156	₪ 0.51563	₪ 0.00000



תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת העבודה
 - 1.2 מקורות מידע
 - 1.3 פרטי המשרד המערך והמערך
2. מבנה ההון של החברה
 - 2.1 כללי
 - 2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה
3. מתודולוגיה
 - 3.1 כללי
 - 3.2 המודל
4. הערכת שווי הרכיב המנייתי ומרווח האשראי
 - 4.1 הנחות העבודה
 - 4.2 סיכום הערכת השווי

3.1 כללי

- איגרת חוב להמרה היא איגרת חוב המונפקת על ידי חברה, אשר למחזיק בה ניתנת האפשרות לוותר על תשלומי הקופון העתידיים ועל תשלומי הקרן ולהמירם במספר מסוים של מניות, שהוגדר מראש.
- תנאי ההמרה נקבעים בחוזה האיגרת ומורכבים בדרך כלל משני גורמים: (1) יחס ההמרה: מספר אגרות החוב (בערך נקוב) הנתנות להמרה במניה אחת; (2) משך חיי האופציה להמרה במניות.
- מעבר להגדרת תנאי ההמרה של האיגרת, מצוינים בחוזה המאפיינים של איגרת החוב הרגילה (straight) שאותה מחזיק הרוכש.

3.1 כללי

- ערך איגרת חוב להמרה כולל שני רכיבים: (א) רכיב איגרת חוב, המניב תזרים מזומנים בלבד, ללא התזרים הנובע מהמרת האיגרת במניות, וזאת בהנחה כי מחזיק איגרת החוב להמרה מתנהג בצורה אופטימלית; (ב) רכיב מנייתי, המניב תזרים מנייתי בלבד.
- על פי כללי התקינה החשבונאית הבינלאומית IFRS (תקנים 32 ו-39), אג"ח להמרה הצמוד לבסיס הצמדה כלשהו או הנקוב במטבע כלשהו שאיננו מטבע הדיווח של החברה – אינו מכשיר פיננסי מורכב אלא חוזה מארח (אג"ח) שבו משובץ נגזר.
- ע"פ תקן 39 נגזר משובץ מופרד מהחוזה המארח על ידי מדידת השווי ההוגן של הנגזר המשובץ וייחוס שארית התמורה לחוזה המארח.



תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת העבודה
 - 1.2 מקורות מידע
 - 1.3 פרטי המשרד המערך והמערך
2. מבנה ההון של החברה
 - 2.1 כללי
 - 2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה
3. מתודולוגיה
 - 3.1 כללי
 - 3.2 המודל
4. הערכת שווי הרכיב המנייתי ומרווח האשראי
 - 4.1 הנחות העבודה
 - 4.2 סיכום הערכת השווי

3.2 המודל

- קיימות מספר שיטות להערכת שווי איגרות חוב להמרה, אשר רובן מבוססות על מתודולוגיית המודל התרינומי של Boyle, כגון מודל Brennan & Schwartz, המודל של בית ההשקעות Goldman Sachs או המודל של Tsiveriotis & Fernandes.
- בהערכת שווי זו השתמשנו במתודולוגיית בויל ע"פ מודל Tsiveriotis & Fernandes תחת ההנחות הבאות: (1) משך חיי האופציה להמרה במניות שווה למשך הזמן שעד לפדיון איגרת החוב להמרה; (2) מחיר איגרת חוב להמרה המתקבל מן המודל שווה למחיר שנצפה בשוק למועד ההערכה; (3) עקום ריביות חסר סיכון שטוח; (4) מרווח אשראי הקבוע על פני משך חיי איגרת החוב להמרה.



תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת העבודה
 - 1.2 מקורות מידע
 - 1.3 פרטי המשרד המערך והמערך
2. מבנה ההון של החברה
 - 2.1 כללי
 - 2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה
3. מתודולוגיה
 - 3.1 כללי
 - 3.2 המודל
4. הערכת שווי הרכיב המנייתי ומרווח האשראי
 - 4.1 הנחות העבודה
 - 4.2 סיכום הערכת השווי

4.1 הנחות העבודה

- ☐ מחיר המניה ליום השערוך בשקלים - 137.0000
- ☐ מחיר האג"ח בשוק ליום השערוך בשקלים - 1.2730
- ☐ יחס המרה - 233.2300
- ☐ ריבית צמודה לתקופה - 0.69%
- ☐ כמות ע.ג. - 50,000,000
- ☐ מרווח סיכון אשראי עפ"י המרווח מהממשלתי המצוטט על ידי ביזפורטל - 1.55%
- ☐ מדד בסיס - 85.9836
- ☐ מדד ידוע ליום השערוך - 102.3000
- ☐ זמן לפדיון בשנים - 1.92
- ☐ סטיית תקן היסטורית שנתית - 24.15%
- ☐ לוח סילוקין כמפורט בסעיף 2.2



תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת העבודה
 - 1.2 מקורות מידע
 - 1.3 פרטי המשרד המערך והמערך
2. מבנה ההון של החברה
 - 2.1 כללי
 - 2.2 פירוט תנאי האג"ח להמרה
3. מתודולוגיה
 - 3.1 כללי
 - 3.2 המודל
4. הערכת שווי הרכיב המנייתי ומרווח האשראי
 - 4.1 הנחות העבודה
 - 4.2 סיכום הערכת השווי



4.2 סיכום הערכת השווי

- ☐ שווי הרכיב המנייתי הגלום במחיר השוק של האג"ח להמרה סדרה א של החברה, על בסיס ההנחות שפורטו לעיל לתאריך ה- 30.9.14 הינו 288,990 ₪.
- ☐ מרווח האשראי הגלום במחיר השוק של האג"ח להמרה סדרה א של החברה, על בסיס ההנחות שפורטו לעיל לתאריך ה- 30.9.14 הינו 2.33%.



"ללא הערכות שווי, ניהול הסיכונים הוא בלתי אפשרי"

John C. Hull (ג'ון הל)

כותב "התנ"ך של הנגזרים" (The derivatives bible),
הספר Options, Futures, and Other Derivatives
2009



רועי פולניצר, FRM, CRM, MBA
בעלים

שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים

roip@intrinsicvalue.co.il

052.598.1668