



תמצית

חוות דעת בנושא שוויים הפנימי של נגזרים פיננסיים
משובצים בחוזה הלוואה הצמודה לשער החליפין של

השקל מול האירו

למועד החישוב:

30 בספטמבר 2011

חברת אפליקטור טכנולוגיות בע"מ

נובמבר 2011



לכבוד

מר חיים רוט, רו"ח

רח' הרקון 4, רמת גן 52521

לבקשתך, אמדנו את שוויים הפנימי של נגזרים פיננסים המשובצים בחוזה הלוואה הצמודה לשער החליפין של השקל מול האירו אשר הועמדה לטובת חברת אפליקטור טכנולוגיות בע"מ (החברה) על ידי Trafalgar Capital Specialized Investment Fund (טרפלגר). מטרת עבודה זו הינה לעדכן את שוויים הפנימי של הנגזרים המשובצים ליום 30 בספטמבר 2011 (מועד הערכת השווי). אנו מבינים כי הערכת שווי זו נדרשת לצרכי דיווח חשבונאי על פי תקן חשבונאות בינלאומי 39 - "Financial Instruments: Recognition and Measurement" (IAS 39) ותקן חשבונאות בינלאומי 32 - "Financial Instruments: Presentation" (IAS 32).

בהתבסס על עבודתנו ועל המידע הכלול בדו"ח המפורט הנלווה להלן, הגענו למסקנה, כי שוויים הפנימי של הנגזרים הפיננסים המשובצים, נכון ליום 30 בספטמבר 2011, נאמד בכ-:

שווי פנימי התחייבות ליום

30.06.2011 30.09.2011

(אלפי שקלים חדשים)

15.8

5.2

(*) על בסיס הנחת תשלום שערי ספוט במועדים הנקובים

הערכת שווי זו כפופה לאישורים המוצגים בנספח א' ולהנחות ולתנאים המגבילים המופיעים בנספח ב'.

שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים

23 בנובמבר 2011

שווי פנימי
מעריכי שווי בלתי תלויים
ע.מ. 031113236

תוכן העניינים

4-5	תמצית הערכת השווי
4	תיאור המטרה
4	הגדרת השווי
5	מתודולוגיית הערכת השווי
5	מקורות המידע
6	רקע
6	כללי
6	פרטי ההלוואה
7-13	מתודולוגיה
7	מבחינה חשבונאית
12	מבחינה מימונית/כלכלית
14	תיאור המכשיר
15-16	הנחות יסוד
17	מסקנה
18-23	נספחים
18	נספח א – אישור הערכת השווי וחתומת מעריך השווי
19	נספח ב – הנחות ותנאים מגבילים
21	נספח ג – כשירותו המקצועית של מעריך השווי
22	נספח ד – מקורות מידע נוספים

תמצית הדו"ח: משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים מפרסם בזאת את תמצית דו"ח הערכת השווי, בתוספת נספחים, ביום 23 בנובמבר 2011. הערכת שווי זו כפופה להצהרת ההנחות והתנאים המגבילים הכלולים בדו"ח זה כנספח ב'.

נושא הערכת השווי: קביעת שוויים הפנימי של נגזרים פיננסיים משובצים, בחוזה הלוואה הצמודה לשער החליפין של השקל מול האירו.

מודל הערכת השווי: לצרכי דיווח חשבונאי ביצענו את חישובינו על בסיס מודל Garmen & kohlhagen.

מטרת הערכת השווי: הערכת השווי נדרשת לצרכי דיווח כספי על פי תקן חשבונאות בינלאומי מספר 39 "Financial Instruments: Recognition and Measurement" (IAS 39) - ותקן חשבונאות בינלאומי מספר 32 "Financial Instruments: Presentation" (IAS 32).

סוג השווי: שווי פנימי.

מועד השווי: 30 בספטמבר 2011 (מועד הערכת השווי).

מסקנת השווי: שוויים הפנימי של נגזרים פיננסיים המשובצים בחוזה הלוואה הצמודה לשער החליפין של השקל מול האירו אשר הועמדה לטובת החברה על ידי טרפלגר, נכון למועד הערכת השווי, נאמדו בכ- 5,183 שקלים חדשים.

תיאור המטרה

משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים התבקש על ידי מר חיים רוט (רו"ח) לקבוע את שוויים הפנימי של נגזרים פיננסיים המשובצים בחוזה הלוואה הצמודה לשער החליפין של השקל מול האירו אשר הועמדה לטובת החברה על ידי טרפלגר, נכון למועד הערכת השווי. מר חיים רוט הינו חשב החברה.

הגדרת השווי

בעבודתנו משמש המושג "שווי פנימי" במקום "שווי הוגן"/"שווי כלכלי". IAS 39 ו- IAS 32 מגדירים שווי הוגן כ- "הסכום שבו ניתן היה להחליף נכס, או לסלק התחייבות, בין קונה מרצון ומוכר מרצון, הפועלים בצורה מושכלת, בעסקה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין הצדדים."

מתודולוגיית הערכת השווי

מתודולוגיית הערכת השווי המקובלת דורשת ממעריך השווי לאסוף, לנתח ולהתאים את המידע הרלוונטי על מנת לבצע את הערכת השווי בהתאם להיקף העבודה וכן לבחור וליישם גישות להערכת שווי ושיטות הערכה מתאימות. התקנים IAS 39 ו- IAS 32 קובעים בין היתר כי התקשרויות שונות, לרבות ההלוואה נשואת עבודתנו, יחשבו כמכשיר משולב (Hybrid Instrument) הכולל בחובו הן את החוזה המארח ("Host Contract") והן את הנגזר המשובץ ("Embedded Derivative"). התקנים קובעים את אופן הפיצול, המדידה וההצגה של רכיב החוזה המארח ומרכיב הנגזר המשובץ, לרבות את השפעותיהם על דוחותיה הכספיים של החברה.

בעבודתנו מדדנו את שוויין הפנימי של האופציות המשובצות הגלומות בהלוואה "סטרייט" במקרה דנן שלפנינו באמצעות מודל Garmen & kohlhagen.

מקורות המידע

לשם גיבוש הממצאים, עבודתנו כללה, בין היתר:

- שיחות עם חשב החברה - מר חיים רוט;
- מידע גלוי רלוונטי המתפרסם באתרי האינטרנט;
- תקינה חשבונאית רלוונטית;
- מאמרים ופרסומים אקדמיים.

ראו נספח ב' עבור רשימה מלאה של ההנחות והתנאים המגבילים אשר להם כפופה הערכת שווי זו ונספח ד' עבור רשימת מקורות מידע נוספים.

כללי

החברה התאגדה בישראל בחודש ינואר 2004 כחברה פרטית ובחודש אפריל 2007 הפכה לציבורית. החברה מתכננת, מפתחת, מייצרת ומשווקת מוצרי תוכנה בסביבת Web. תחום הפעילות העיקרי של החברה הינו פיתוח, ייצור ושיווק של מוצרי תוכנה לאבטחה בקרה ותאימות לתקנים (Compliance) של אפליקציות הפועלות בסביבת רשת (Web) חיצונית (אינטרנט) ופנים-ארגונית (אינטרה-נט).

פרטי ההלוואה

ביום 26 במאי 2008 נחתם הסכם בין החברה לטרפלגר, לפיו העמידה טרפלגר לחברה הלוואה הניתנת להמרה במהלך 20 חודשים ממועד העמדת ההלוואה למניות החברה, בסך של 1 מיליון דולר ארה"ב, מחושבת בשקלים לפי שער חליפין מינימלי של 3.33 שקלים חדשים לדולר. ההלוואה נושאת ריבית שנתית בשיעור קבוע של 8%. פירעון הקרן ותשלומי הריבית של ההלוואה צמודים לעליית שער החליפין של השקל מול האירו בין מועדי הפירעון של ההלוואה לבין שער חליפין מינימלי של 5.2408 שקלים חדשים לאירו.

ביום 5 בנובמבר 2009 חתמה החברה על הסכם עקרונות (ההסכם) עם טרפלגר לגבי שינוי תנאי ההלוואה מחודש מאי 2008, לרבות שינוי מועד פירעון ההלוואה ליום ה- 30 בנובמבר 2011 והריבית הנקובה ל- 7%. יתרת ההלוואה נכון למועד השינוי עמדה על כ- 3.59 מיליון שקלים חדשים. בנוסף, על פי תנאי ההסכם: הקצאת המניות לטרפלגר תתבצע בתמורה למחיר מניית החברה השווה ל- 92.5% ממחיר השוק במועד ההקמה, קיימת עמלת מכירה בשיעור של 1.125% מסך תמורת מכירת המניות שתבוצע על ידי טרפלגר הן הריבית והן עמלת המכירה יחושבו על בסיס יתרת הקרן במועד כל תשלום, יצברו עבור כל תשלום וישולמו אך ורק במועד הפירעון.

פירעון הקרן יתבצע בתשלומים חודשיים מיום 30 בינואר 2010 ועד יום 30 בנובמבר 2011 באופן הבא:

- מיום 30 בינואר 2010 ועד יום 30 במאי 2010 (כולל) - 5 תשלומים חודשיים ע"ח הקרן בסך 20 אלפי דולר לחודש אשר ישולמו במזומן או במניות החברה.
- מיום 30 ביוני 2010 ועד יום 30 באוקטובר 2011 (כולל) - 5 תשלומים חודשיים ע"ח הקרן בסך 30 אלפי דולר לחודש אשר ישולמו במזומן או במניות החברה.
- ביום 30 בנובמבר 2011 - תשלום אחד שדינו סילוק יתרת הקרן.

על פי כללי התקינה החשבונאית הבינלאומית (IFRS) נדרשת החברה לקבוע את שוויים הפנימי של הנגזרים הפיננסים המשובצים בחוזה הלוואה אשר הועמדה לטובתה, לצרכי דיווחיה הכספיים.

מבחינה חשבונאית

ביום 12 במאי 2011 פורסם תקן דיווח כספי בינלאומי 13 - *"Fair Value Measurement"* (IFRS 13) על ידי הועדה לתקני חשבונאות בינלאומיים (FASB). IFRS 13 מגדיר שווי הוגן, מספק הנחיות לגבי אופן מדידת שווי הוגן, כאשר מדידה זו נדרשת על ידי תקנים אחרים וכן קובע הוראות גילוי המתייחסות לנושא זה.

IFRS 13 אינו חל על מדידות שדומות אך אינן נחשבות לשווי הוגן, כגון שווי מימוש נטו של מלאי או שווי שימוש וכן על עסקאות חכירה, אשר בתחולת תקן חשבונאות בינלאומי 17 - *"Leases"* (IAS 17). בנוסף, IFRS 13 אינו חל על עסקאות תשלום מבוסס מניות, אשר בתחולת תקן דיווח כספי בינלאומי 2 - *"Share-based Payment"* (IFRS 2).

שווי הוגן הינו המחיר שיחול בעסקה ממכירת נכס או מהעברת התחייבות בעסקה סדירה (Orderly) בין משתתפי שוק (Market Participant) במועד המדידה (מחיר יציאה, Exit Price) תחת תנאי השוק הנוכחיים, בין אם הוא נצפה בשוק פעיל (Active Market) או מוערך באמצעות טכניקות הערכה. שווייה ההוגן של התחייבות ישקף גם את סיכון אי הביצוע המתייחס אליה. יודגש כי שווי הוגן הינו מבוסס שוק ואינו מהווה מדידה ספציפית לישות, ואשר מדידתו מביאה בחשבון את מאפייני הנכס או ההתחייבות, אשר היו משתתפי השוק מביאים בחשבון.

מדידת שווי הוגן תבוצע תחת הנחה כי עסקה כאמור תבוצע בשוק העיקרי (Principal Market). בו נסחרים הנכס או ההתחייבות ובהיעדרו, יש להשתמש במחיר בשוק המיטבי (Most Advantageous Market) למכירת הנכס או להעברת ההתחייבות, ללא התאמה למחיר השוק בגין עלויות עסקה.

מדידת שווי הוגן תבוצע תוך שימוש בטכניקות הערכה מתאימות בהתאם לנסיבות, אשר לגביהן קיימים נתונים מספקים לשם מדידת שווי הוגן, תוך מקסום השימוש בנתונים הנצפים הרלוונטיים ומזעור השימוש בנתונים שאינם נצפים.

מדידת שווי הוגן נחלקת לשלוש רמות במדרג השווי ההוגן (Fair Value Hierarchy) ועל ישות ליישמה כמופיע בתקן דיווח כספי בינלאומי 7 - *"Financial Instruments: Disclosures"* (IFRS 7). המדידה נערכת בהתבסס על הנתונים המשמשים בטכניקת הערכת השווי ההוגן שבה נעשה שימוש להלן:

רמה 1 - מחירים מצוטטים (ללא התאמות) בשוק פעיל של פריטים זהים לנכס או להתחייבות הנמדדים, אשר לישות קיימת גישה אליהם במועד המדידה.

רמה 2 - נתונים אשר אינם מחירים מצוטטים הכלולים ברמה הראשונה, אולם הינם נצפים עבור הנכס או ההתחייבות הנאמדים, בין במישרין (מחירים) ובין בעקיפין (נגזרים מהמחירים).

רמה 3 - נתונים לגבי הנכס או ההתחייבות, אשר אינם מבוססים על נתוני שוק נצפים, אולם משקפים הנחות שמשותף שוק היה מניח בקביעת מחיר נאות לנכס או להתחייבות.

על פי IFRS 7 נדרש כי הסיווג של מכשירים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן ייקבע על בסיס מקור הנתונים ששימשו לקביעת השווי ההוגן, בהתאמה למדרג השווי ההוגן. מדידת שווי הוגן כאמור תבוצע בהתאמה לרמה הנמוכה ביותר האפשרית, על בסיס מקור הנתונים שהינם משמעותיים למדידת השווי ההוגן.

כמו כן, סעיף 21 לתקן חשבונאות אמריקאי 157 - "Fair Value Measurement" (SFAS 157) קובע כי: "ייתכן זה, נתונים מתייחסים באופן נרחב להנחות, אשר בהן ישתמשו משתתפי שוק בעת תמחור נכס או התחייבות, לרבות הנחות לגבי הסיכון, למשל, הסיכון הגלום בטכניקת הערכה מסוימת המשמשת למדידת השווי ההוגן (כגון מודל תמחור) ו/או הסיכון הגלום בנתונים הנדרשים לטכניקת ההערכה. נתונים עשויים להיות נצפים או שאינם נצפים."

א. נתונים נצפים הם נתונים המשקפים את ההנחות, אשר בהן ישתמשו משתתפי שוק בעת תמחור הנכס או ההתחייבות על סמך נתוני שוק המושגים ממקורות עצמאיים של הישות המדווחת.

ב. נתונים שאינם נצפים הם נתונים המשקפים את ההנחות של הישות המדווחת עצמה בדבר ההנחות, אשר בהן ישתמשו משתתפי שוק בעת תמחור הנכס או ההתחייבות, הנחות המפותחות על סמך המידע הזמין הטוב ביותר בהתאם לנסיבות.

טכניקות הערכה המשמשות למדידת שווי הוגן אמורות למקסם את השימוש בנתונים נצפים ולמזער את השימוש בנתונים שאינם נצפים."

סעיף 22 ל- SFAS 157 קובע כי:

"כדי להגדיל את העקביות וההשוואתיות במדידות שווי הוגן והגילויים הרלוונטיים, מדרג השווי ההוגן מחלק את הנתונים הנדרשים לטכניקות הערכה המשמשות למדידת שווי הוגן לשלוש רמות רחבות. מדרג השווי ההוגן נותן את העדיפות הגבוהה ביותר למחירים מצוטטים (לא מתואמים) בשווקים פעילים לנכסים או התחייבויות זהות (רמה 1) ואת העדיפות הנמוכה ביותר לנתונים שאינם נצפים (רמה 3). במקרים מסוימים, הנתונים המשמשים למדידת שווי הוגן עשויים ליפול ברמות שונות של מדרג השווי ההוגן. הרמה במדרג השווי ההוגן, אשר במסגרתה מדידת השווי ההוגן בשלמותו נופל אמורה להיקבע על סמך נתון הרמה הנמוכה ביותר המשמעותית למדידת השווי ההוגן בכללותו. הערכת המשמעות של נתון מסוים המשמש למדידת השווי ההוגן בכללותו דורשת שיקול דעת, תוך התחשבות בגורמים הספציפיים לנכס או התחייבות."

סעיף 24 ל- SFAS 157 קובע כי נתוני רמה 1, הרמה הגבוהה ביותר במדרג השווי ההוגן, הינם מחירים מצוטטים בשווקים פעילים, כדלקמן:

"נתוני רמה 1 הינם מחירים מצוטטים (לא מתואמים) בשווקים פעילים לנכסים או התחייבויות זהים אשר לישות המדווחת ישנה נגישות אליהם במועד המדידה. שוק פעיל לנכס או ההתחייבות הוא שוק שבו עסקאות המבוצעות בנכס או ההתחייבות מתרחשות בתדירות ובנפח מספקים דיו על מנת לספק מידע לתמחור על בסיס מתמשך. מחיר מצוטט בשוק פעיל מספק את הראיה המהימנה ביותר לשווי הוגן ואמור לשמש למדידת שווי הוגן בכל עת בו הוא זמין, למעט כפי שפורט בסעיפים 25 ו-26."

סעיף 28 ל- SFAS 157 קובע כי נתוני רמה 2, הרמה הגבוהה השנייה במדרג השווי ההוגן, הינם נתונים המשתמעים במישרין או בעקיפין מנתוני שוק הנצפים במישרין או בעקיפין, כדלקמן:

"נתוני רמה 2 הינם נתונים אחרים ממחירים מצוטטים הכוללים ברמה 1, הנצפות עבור הנכס או ההתחייבות, במישרין או בעקיפין. אם לנכס או ההתחייבות יש טווח זמן חוזי מסוים, הרי שנתון רמה 2 חייב להיות נצפה לטווח הזמן המלא של הנכס או ההתחייבות. נתוני רמה 2 כוללים:

- א. מחירים מצוטטים לנכסים או התחייבויות דומים בשווקים פעילים
- ב. מחירים מצוטטים לנכסים או התחייבויות זהים או דומים בשווקים שאינם פעילים, כלומר, בשווקים שבהם יש מעט עסקאות בנכס או ההתחייבות, המחירים אינם שוטפים, או שציטוטי המחירים משתנים באופן משמעותי בין לאורך זמן או בין בקרב עושי שוק (למשל, כמה שווקי תיווך), או שווקים שבהם מידע מועט משוחרר לציבור (למשל, שוק עיקרי)
- ג. נתונים אחרים ממחירים מצוטטים הנצפות עבור הנכס או ההתחייבות (למשל, עקומי תשואות וריביות הנצפים בדרך כלל במרווחים מצוטטים, תנודתיות, שיעורי הפסד, סיכוני אשראי ושיעורי חדלות פירעון)
- ד. נתונים הנגזרים בעיקרם או המאומתים על ידי נתוני שוק הנצפים על ידי מתאם או אמצעים אחרים (נתונים המאומתים על ידי השוק)."

סעיף 29 ל- SFAS 157 קובע כי:

"התאמות לנתוני רמה 2 ישתנו בהתאם לגורמים הספציפיים לנכס או ההתחייבות. גורמים אלו כוללים את המצב ו/או המיקום של הנכס או ההתחייבות, המידה שבה התשומות מתייחסות לפריטים הניתנים להשוואה לנכס או ההתחייבות, והנפח ורמת הפעילות בשווקים שבתוכם נצפים הנתונים. התאמה המשמעותית למדידת השווי ההוגן בשלמותו עלולה להפוך את המדידה למדידת רמה 3, בהתאם לרמה במדרג השווי ההוגן, אשר במסגרתה הנתונים המשמשים לקביעת ההתאמה נופלים."

סעיף 30 ל- SFAS 157 קובע כי נתוני רמה 3, הרמה הנמוכה ביותר במדרג השווי ההוגן, הינם תוצאות חישובי מודלים שונים, הניתנים ליישום והמשתמעים במישרין או בעקיפין חלף נתוני שוק הנצפים במישרין או בעקיפין, כדלקמן:

"נתוני רמה 3 הם נתונים שאינם נצפים עבור הנכס או ההתחייבות. נתונים שאינם נצפים אמורים לשמש למדידת שווי הוגן במידה ונתונים נצפים אינם זמינים, ובכך לאפשר מדידה גם במצבים שבהם ישנה מעט, אם

בכלל, פעילות שוק עבור הנכס או ההתחייבות במועד המדידה. עם זאת, מטרת מדידת השווי ההוגן נשארת זהה, כלומר, מחיר היציאה מנקודת המבט של משתתף שוק המחזיק את הנכס או חייב את ההתחייבות. לכן, נתונים שאינם נצפים אמורים לשקף את ההנחות של הישות המדווחת עצמה בדבר ההנחות, אשר בהן ישתמשו משתתפי שוק בעת תמחור הנכס או ההתחייבות (כולל הנחות בדבר הסיכון). נתונים שאינם נצפים אמורים להתפתח על סמך המידע הזמין הטוב ביותר בהתאם לנסיבות, אשר עשוי לכלול את נתוני הישות המדווחת עצמה. בפיתוח הנתונים שאינם נצפים, הישות המדווחת איננה צריכה לבצע את כל המאמצים האפשריים על מנת להשיג מידע אודות הנחות משתתף שוק. עם זאת, הישות המדווחת לא אמורה להתעלם ממידע אודות הנחות משתתף שוק, מידע הזמין באופן סביר ללא עלות או מאמץ מוגזם. לפיכך, נתוני הישות המדווחת עצמה המשמשים לפיתוח נתונים שאינם נצפים אמורים להיות מתואמים אם המידע הזמין באופן סביר ללא עלות או מאמץ מוגזם, מצביע על כך שמשתתפי שוק ישתמשו בהנחות שונות. נתונים על סמך מחירי היצע וביקוש."

בהערכת השווי אמדנו את שווי הנגזרים הפיננסים המשובצים על בסיס מדרג השווי המונח לעיל. היות ושווי הנגזרים הפיננסים המשובצים איננו מצוטט בשוק פעיל (רמה 1), אמדנו את שוויים על בסיס מדרג השווי כאמור, בדרך הכוללת שימוש במודלים מימוניים, בנתוני שוק ועל בסיס הנחות יסוד מסוימות המפורטות לעיל ולהלן בהערכת השווי. שינוי בהנחות יסוד אלו צפוי לשנות את תוצאות עבודתנו באופן מהותי.

הכרה, מדידה והצגה

סעיף 31 ל- IAS 32 קובע את אופן הפיצול של מכשיר פיננסי מורכב: "כאשר הערך בספרים הראשוני של מכשיר פיננסי מורכב מיוחס לרכיב ההוני ולרכיב ההתחייבות, לרכיב ההוני מיוחס הסכום השיורי לאחר ניכוי הסכום שנקבע בנפרד עבור רכיב ההתחייבות, משווי ההוגן של המכשיר בכללותו."

סעיף 43 ל- IAS 39 קובע כי התחייבות פיננסית תימדד בעת ההכרה לראשונה בשווייה ההוגן: "כאשר נכס פיננסי או התחייבות פיננסית מוכרים לראשונה, ישות תמדוד אותם בשווייה ההוגן בתוספת, במקרה של נכס פיננסי או התחייבות פיננסית שאינם בשווי הוגן דרך רווח או הפסד, עלויות עסקה שניתן לייחס במישרין לרכישה או להנפקה של הנכס הפיננסי או של ההתחייבות הפיננסית."

סעיף A48 ל- IAS 39 דן במדרגי השווי ההוגן וקובע בין היתר כי: "הראיה הטובה ביותר לשווי הוגן היא מחירים מצוטטים בשוק פעיל. אם השוק של מכשיר פיננסי אינו פעיל, ישות קובעת שווי הוגן על ידי שימוש בטכניקת הערכה. מטרת השימוש בטכניקת הערכה היא לקבוע מה היה יכול להיות מחיר העסקה במועד המדידה בהחלפה שאינה מושפעת מיחסים מיוחדים בין צדדים הפועלים משיקולים עסקיים רגילים. טכניקות הערכה כוללות שימוש בעסקאות שוק עדכניות בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון הפועלים בצורה מושכלת, שאינן מושפעות מיחסים מיוחדים בין הצדדים, אם קיימות עסקאות כאלה, התייחסות לשווי ההוגן השוטף של מכשיר אחר שהוא באופן מהותי זהה, ניתוח תזרים מזומנים מהוון ומודלים להמחרת אופציות."

סעיף B(2) ל- IAS 32 קובע כי התחייבות פיננסית היא:

"מכשיר נגזר, אשר יסולק או עשוי להיות מסולק שלא בדרך של החלפת סכום קבוע של מזומן או נכס פיננסי אחר בתמורה למספר קבוע של מכשיריה ההונניים של הישות. לצורך כך, מכשיריה ההונניים של הישות אינם כוללים מכשירים, אשר הם כשלעצמם חוזים לקבלה עתידית או מסירה עתידית של מכשיריה ההונניים של הישות."

בהתאם להגדרת התחייבות פיננסית לעיל, הרי שרכיב ההמרה של ההלוואה הצמודה לשער החליפין של השקל מול היורו, הינו למעשה התחייבות מנקודת ראותה של החברה, מכיוון שרכיב ההמרה עשוי להיות מסולק בדרך של החלפת סכום משתנה של מזומן (קרי, תוספת מימוש הצמודה לשער החליפין של השקל מול האירו) תמורת מספר לא קבוע של מכשירים הונניים (קרי, מניות) של החברה.

לפיכך, ההלוואה של החברה איננה עולה בקנה אחד עם ההגדרה של "מכשיר פיננסי מורכב" (Complex Financial Instrument) הכולל בחובו רכיב התחייבותי (Liability Component) ורכיב הוני (Equity Component).

סעיף 9 ל- IAS 39 מגדיר :

"נגזר (Derivative) הינו מכשיר פיננסי או חוזה אחר, שבתחולת תקן זה (ראה סעיפים 2-7), בעל כל שלושת המאפיינים הבאים :

- א. שוויו משתנה בתגובה לשינוי בשיעור ריבית מוגדר, במחיר מכשיר פיננסי מוגדר, במחיר סחורה מוגדר, בשער חליפין של מטבע חוץ מוגדר, במדד מחירים או שיעורים מוגדר, בדירוג אשראי או במדד אשראי מוגדר, או במשתנה מוגדר אחר, בתנאי שבמקרה של משתנה לא פיננסי, המשתנה אינו ספציפי לצד לחוזה (לעיתים מכונה ה"בסיס" (underlying)).
- ב. אינו דורש השקעה ראשונית נטו או דורש השקעה ראשונית נטו הקטנה מההשקעה שהייתה נדרשת עבור סוגים אחרים של חוזים, שחזוי כי יגיבו באופן דומה לשינויים בגורמי שוק; וכן
- ג. הוא מסולק במועד עתידי."

סעיף 10 ל- IAS 39 מגדיר :

"נגזר משובץ הוא רכיב של מכשיר מעורב (משולב) שכולל גם חוזה מארח לא-נגזר - כתוצאה מכך חלק מתזרימי המזומנים של המכשיר המשולב משתנים באופן דומה לנגזר העומד בפני עצמו. נגזר משובץ משפיע על חלק מתזרימי המזומנים (או על כל תזרימי המזומנים), שאילולא כן היו נדרשים לפי החוזה להשתנות בהתאם לשיעור ריבית מוגדר, למחיר מכשיר פיננסי מוגדר, למחיר סחורה מוגדר, לשער חליפין של מטבע חוץ מוגדר, למדד מחירים או שיעורים מוגדר, לדירוג אשראי מוגדר או למדד אשראי מוגדר או למשתנה מוגדר אחר, בתנאי שבמקרה של משתנה לא פיננסי, המשתנה אינו ספציפי לצד לחוזה. נגזר שמצורף למכשיר פיננסי אבל ניתן להעברה בהתאם לחוזה באופן בלתי תלוי ממכשיר זה, ונגזר בעל צד שכנגד השונה מזה של המכשיר, אינו נגזר משובץ, אלא מכשיר פיננסי נפרד."

לפיכך, ההלוואה של החברה תיחשב כמכשיר משולב (Hybrid Instrument) הכולל בחובו הן חוזה מארח ("Host Contract", הלוואה "סטרייט" שקלית במקרה דנן שלפנינו) והן נגזר משובץ ("Derivative Embedded", אופציות על שער החליפין של השקל מול האירו המשובצות בהלוואה "סטרייט" שקלית במקרה דנן שלפנינו).

סעיף 11 ל- IAS 39 קובע כי:

"נגזר משובץ יופרד מהחוזה המארח ויטופל כנגזר בהתאם לתקן זה אם, ורק אם:

- א. המאפיינים והסיכונים הכלכליים של הנגזר המשובץ אינם קשורים באופן הדוק (closely related) למאפיינים ולסיכונים הכלכליים של החוזה המארח (ראה סעיפים א 30 ו- א 33 לנספח א);
- ב. מכשיר נפרד עם אותם תנאים כמו הנגזר המשובץ היה מקיים את ההגדרה של נגזר; וכן
- ג. המכשיר המעורב (משולב) אינו נמדד בשווי הוגן, כאשר שינויים בשווי הוגן מוכרים ברווח או הפסד (כלומר, נגזר ששובץ בנכס פיננסי או בהתחייבות פיננסית בשווי הוגן דרך רווח או הפסד, אינו מופרד).

סדר הפעולות

IAS 32 ו- IAS 39 קובעים כי מדידת מכשירים שונים תבוצע בהתאם לסיווגם בספרי החברה לאמור: ראשית יש לאמוד נגזרים ומכשירים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח והפסד, לאחר מכן יש לאמוד רכיבים התחייבויות ולבסוף יש לאמוד את מכשירים הוניים כהגדרתם בתקנים, כאשר הרכיב האחרון יקבע תמיד באופן שיורי (Residual Value). בהתאם ל- IAS 39, נגזר משובץ מופרד מהחוזה המארח על ידי מדידת שווי ההוגן תחילה ויחוס שארית התמורה לחוזה המארח. בעבודתנו נמדדו השינויים בשווי האופציות הפיננסיות לפי שווי הוגן ונזקפו לדו"ח רווח והפסד, בהיותן נגזרות של חוזה מארח.

מבחינה מימונית/כלכלית

הערכת שוויים הפנימי של נגזרים פיננסיים משובצים

שווי פנימי של אופציה על מט"ח הינו ההפרש שבין הערך הנוכחי של שווי נכס הבסיס המהוון בריבית חסרת סיכון זרה לבין הערך הנוכחי של תוספת המימוש המהוון בריבית חסרת סיכון מקומית. נכס הבסיס הינו שער החליפין של השקל מול האירו למועד החישוב. בעבודתנו הערכנו את שוויים הפנימי של הנגזרים הפיננסיים המשובצים (אופציות Call על שער החליפין של השקל מול האירו המשובצות בהלוואה "סטרייט" שקלית במקרה דנן שלפנינו) באמצעות מודל Garmen and kohlhagen (1983) לחישוב אופציה על מט"ח (Currency Option). מודל Garmen & kohlhagen הינו התאמה למודל של Black and Scholes (1973) המשמש לתמחור אופציות. היישומים העיקריים של מודל Garmen & kohlhagen הינם לתמחור אופציות על מט"ח, אופציות בעסקאות החלפת מט"ח (FX Swaption ו- Cross-Currency Swaption), ונגזרי מט"ח אחרים.

נכס הבסיס המשמש במודל Garmen & kohlhagen הינו המחיר המיידי (Spot) של מטבע אחד במונחי מטבע אחר, קרי, היחס בין שני המטבעות (מטבע מונה/מטבע מכנה), כמפורט להלן :

$$Call = S_0 e^{-r_f \cdot T} N(d_1) - K e^{-r \cdot T} N(d_2)$$

$$Put = K e^{-r \cdot T} N(-d_2) - S_0 e^{-r_f \cdot T} N(-d_1)$$

כאשר :

$$d_1 = \frac{\ln(S_0 / K) + (r - r_f + \sigma^2 / 2) \cdot T}{\sigma \sqrt{T}}, d_2 = \frac{\ln(S_0 / K) + (r - r_f - \sigma^2 / 2) \cdot T}{\sigma \sqrt{T}}$$

כאשר :

- ריבית חסרת סיכון מקומית (הריבית על מטבע התשלום).	r
- ריבית חסרת סיכון זרה (הריבית על מטבע הבסיס).	r_f
- מועד המימוש.	T
- המחיר המיידי (Spot) של שער החליפין כאשר המטבע במכנה הינו מטבע הבסיס והמטבע במונה הוא מטבע התשלום.	S_0
- מחיר המימוש.	K
- סטיית התקן של שער החליפין.	σ

סוג המכשיר

אופציות רכש (Call) על שער החליפין של השקל מול האירו המשובצות בהלוואה "סטרייט". האופציות המשובצות ניתנות למימוש במועדי הפירעון של תשלומי ההלוואה, בכפוף לתוספת מימוש קבועה, כאשר האופציות נבדלות זו מזו במועדי המימוש (קרי, מועדי הפירעון של תשלומי ההלוואה) בלבד.

מועד ההקמה

26 במאי 2008.

מועד שינוי התנאים

5 בנובמבר 2009.

תוספת המימוש

תוספת המימוש הינה שער החליפין של השקל מול האירו הידוע במועד ההקמה, דהיינו ביום 26 במאי 2008 (5.2408 שקלים חדשים לאירו).

מועדי המימוש

מועד המימוש של כל סדרת אופציות הינה בהתאם למועד פירעון תשלום ההלוואה הרלוונטי. מועדי פירעון תשלומי ההלוואה הינו בכל 30 לחודש של כל אחת מהשנים 2010 - 2011, החל מיום 30 בינואר 2010 ועד ליום 30 בנובמבר 2011.

מועד הערכת השווי

מועד הערכת השווי הינו 30 בספטמבר 2011 ושימש כבסיס לחישובינו.

מועדי המימוש

נכון למועד עבודתנו ישנם 2 סוגי אופציות (אופציה I ו- אופציה II) הנבדלות זו מזו במועדי המימוש בלבד. בעוד שמועד המימוש של אופציה I הינו 30 באוקטובר 2011 (מח"מ 0.08 שנים), מועד המימוש של אופציה II הינו 30 בנובמבר 2011 (מח"מ 0.17 שנים).

כמות האופציות המשובצות

בהלוואה "סטרייט" למועד הערכת השווי משובצות 444,116 אופציות מסוג I ו- 298,189 אופציות מסוג II.

שווי נכס הבסיס

שער החליפין אשר שימש בחישובנו הינו שערו היציג של האירו, כפי שפורסם על ידי בנק ישראל במועד הערכת השווי (5.0437 שקלים חדשים לאירו).

שיעורי הריביות השקליות

לצורך חישובינו על בסיס מודל Garmen & kohlhagen, ובהמשך לשיטות ההערכה אשר שימשו את מעריך השווי האחר בהערכות השווי הקודמות שבוצעו על ידו, השתמשנו בשיעור ריבית הנגזר מעקום התשואות של בנק ישראל, המחושב עבור מלוות קצרות מועד (מק"מ). לצרכי חישובי ביניים בעבור תקופות משנה, חילצנו את שיעורי ההיוון באמצעות אקסטרפולציות אריתמטיות ליניאריות, על בסיס פתרון משוואות הפרשים מסדר ראשון. להלן טבלת שיעורי הריבית השקליים המידיים (Spot) למועד הערכת השווי אשר שימשו אותנו בחישובנו:

<u>מח"מ</u>	<u>שיעור הריבית</u>
<u>(בשנים)</u>	<u>המידי</u>
0.08	3.18%
0.17	2.86%

שיעורי הריביות במטבע האירו

לצורך חישובינו על בסיס מודל Garmen & kohlhagen, ובהמשך לשיטות ההערכה אשר שימשו את מעריך השווי האחר בהערכות השווי הקודמות שבוצעו על ידו, השתמשנו בשיעור ריבית הנגזר מעקום התשואות של ה- European Central Bank, המחושב עבור אגרות חוב מסוג AAA - Rated Euro Area Central Government Bonds. לצרכי חישובי ביניים בעבור תקופות משנה, חילצנו את שיעורי ההיוון באמצעות אקסטרפולציות אריתמטיות ליניאריות, על בסיס פתרון משוואות הפרשים מסדר ראשון.

להלן טבלת שיעורי הריבית במטבע האירו המידיים (Spot) למועד הערכת השווי אשר שימשו אותנו בחישובנו :

<u>שיעור הריבית</u>	<u>מח"מ</u>
<u>המידי</u>	<u>(בשנים)</u>
0.23%	0.08
0.26%	0.17

התנודתיות העתידית של נכס הבסיס

מקובל להתייחס אל התנודתיות העתידית של שער החליפין כאל עוד נתון הידוע בוודאות ושניתן למדידה מנתוני השוק. אך יש לשים לב כי בשעת חישוב שווי הנגזרים המשובצים אין באפשרותנו לדעת בוודאות את ערכו של נתון זה, אלא רק להשתמש באומדים לנתון זה. בעבודתנו אמידת התנודתיות תיעשה באמצעות סטיית התקן ההיסטורית. לאמור- תחילה נמדוד את סטיית התקן ההיסטורית של שער החליפין, ובאמצעותה נאמוד את התנודתיות העתידית של שער החליפין.

בגישה המסורתית למדידת סיכון של שער חליפין נערך שימוש בנתונים היסטוריים שנמדדו מסדרת נתונים עתית של תשואות שער החליפין. ההנחה בבסיס שיטה זו היא כי ניסיון העבר יחזור על עצמו, וכי *ex-post* סטיית התקן היא מדד טוב לסטיית התקן העתידית (Brenner and Galai, 1984). מחד גיסא, ככל שנבחר יותר תצפיות לצורך אמידת סטיית התקן, נשיג דיוק רב יותר, אך כנגד זאת תצפיות כה רבות יכולות שלא לשקף את התנאים הכלכליים העתידיים. Tompkins (1994) ממליץ להשתמש במחירי הסגירה (השערים היציגים במקרה דנן שלפנינו) שנמדדו בתשעים ימי המסחר האחרונים.

למרות האמור לעיל, על פי הודעה לבורסה מיום 27 בספטמבר 2011 בנושא פרמטרים לחישוב בטוחות ומקדמי היוון החל מיום זה (בסוף יום), סטיית התקן השנתית לשער החליפין של השקל מול האירו עמדה על 8.00% ושימשה אותנו בחישובנו לפי מודל Garmen & kohlhagen.

בהתבסס על הערכת השווי שביצענו, להלן סיכום תוצאות שוויים הפנימי של הנגזרים הפיננסיים המשובצים, תחת ההנחות האמורות לעיל, נכון ליום 30 בספטמבר 2011 :

ריכוז תוצאות הערכת השווי

שווי פנימי התחייבות ליום		
30.06.2011	30.09.2011	
(אלפי שקלים חדשים)		
15.8	5.2	סה"כ

תוצאות מודל Garmen & kohlhagen ליום 30/09/2011

להלן סיכום שוויים הפנימי של הנגזרים הפיננסיים המשובצים לפי מודל Garmen & kohlhagen ליום 30 בספטמבר 2011 :

אופציה	תנודתיות	ריבית שקלית	ריבית אירו	כמות	מועד ההערכה	מועד המימוש	נגזר פיננסי משובץ - ₪
I	8.00%	3.18%	0.23%	444,116	30/09/2011	30/10/2011	1,317
II		2.86%	0.26%	298,189	30/09/2011	30/11/2011	3,866
סה"כ				742,305			5,183

תוצאות מודל Garmen & kohlhagen ליום 30/06/2011

להלן סיכום שוויים הפנימי של הנגזרים הפיננסיים המשובצים לפי מודל Garmen & kohlhagen ליום 30 ביוני 2011 :

אופציה	תנודתיות	ריבית שקלית	ריבית אירו	כמות	מועד ההערכה	מועד המימוש	נגזר פיננסי משובץ - ₪
I	10.00%	3.73%	1.32%	345,181	30/06/2011	30/07/2011	470
II		3.26%	1.41%	21,134	30/06/2011	30/08/2011	179
III		3.28%	1.24%	21,134	30/06/2011	30/09/2011	400
IV		3.30%	1.25%	21,134	30/06/2011	30/10/2011	632
V		3.34%	1.27%	339,007	30/06/2011	30/11/2011	14,117
סה"כ				747,590			15,797

נספח א – אישור הערכת השווי וחתימת מעריך השווי

אני מאשר כי, למיטב ידיעתי :

1. עבודתי כפופה להנחות ולתנאים המגבילים, הכלולים בדו"ח.
2. אינני תלוי בחברה ואינני בעל עניין בה או בנכסיה.
3. אינני בעל עניין כספי ישיר או עקיף בנושא הערכת השווי ולא בעל עניין אישי בהקשר לנושא הערכת השווי או לצדדים הקשורים בהתקשרות זו.
4. שכר הטרחה שקיבלתי בגין דו"ח זה אינו תלוי בשום אופן שהוא בשוויים שהוערכו על ידי.
5. אדגיש כי התבססתי על מידע שהתקבל מהנהלת החברה ללא שביצעתי כל נהלים לאימותם.
6. הניתוחים, הדעות והמסקנות שלי גובשו, ודו"ח זה הוכן, בהתאם לכללי ההתנהגות המקצועית של תחום הערכות השווי בארה"ב שפותחו והוגדרו ב- USPAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice), להנחיות הוועדה האמריקאית לתקני ביקורת ה- AASB (Auditing and Assurance Standards Board), לסטנדרטים להערכת שווי של הוועדה להערכת שווי חברות הפועלת במסגרת האגודה האמריקאית למעריכי שווי ה- ASA (American Society of Appraisers) ולסטנדרטים של האיגוד הלאומי לאנליסטים מוסמכים להערכות שווי ה- NACVA (National Association of Certified Valuation Analysts).
7. אף אחד לא סיפק סיוע מקצועי מהותי לחתום מטה.

חתימת מעריך השווי



מר רועי פולניצר, BA (Econ.)/MBA(Finance)

בעלים ומנהל

שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים

נספח ב – הנחות ותנאים מגבילים

הערכת שווי זו כפופה להנחות ולתנאים המגבילים הבאים :

1. בכפוף למגבלות נוספות המפורטות להלן, לא הובא לידיעתנו דבר אשר גורם לנו להאמין כי העובדות והנתונים המפורטים בדו"ח אינם נכונים.
2. דו"ח זה מבוסס על הידע והניסיון שלנו בחישוב שווי נגזרים משובצים, ומוגבל להם. לא ערכנו ביקורת, סקירה או עריכת דו"חות לפי כללי חשבונאות מקובלים, ביחס למידע פיננסי היסטורי או צופה פני עתיד הכלול בדו"ח זה. לפיכך, אין אנו חווים דעה או נותנים ביטחון מכל סוג שהוא לגבי מידע זה. דו"ח זה אינו מהווה Fairness Opinion, ייעוץ השקעה או ייעוץ משפטי. דו"ח זה לא נועד לשמש לשם התחמקות מעונשים שניתן להטיל על פי דיני מס מדינתיים או מקומיים אחרים החלים עליכם, ואינכם רשאים, וכל משלם מיסים אחר גם כן אינו רשאי, לעשות בו שימוש כאמור.
3. לא ערכנו בדיקות לגבי זכויות הבעלות בעסק או בנכסים נשוא דו"ח זה. הסתמכנו על המצגים שניתנו על ידי הבעלים בעניין זה ואנו רשאים להניח כי (i) זכות הבעלות תקפה וסחירה; (ii) העסק והנכסים אינם נתונים לעיכוב או לשעבודים כלשהם; (iii) קיימת עמידה מלאה בכל החוקים והתקנות ו- (iv) כל הרשימות, תעודות האכלוס, ההסכמות וההיתרים החקיקתיים והמנהליים, מכל רשות או סוכנות ממשלתית ישות פרטית או ארגון פרטי, הנדרשים עבור שימוש כלשהו ברכוש הקשור באופן כלשהו לדו"ח זה או לשירותים נשוא הדו"ח, הושגו או ברי השגה או חודשו. אין אנו נוטלים על עצמנו אחריות כלשהי לתיאור המשפטי של רכוש כלשהו.
4. דו"ח זה הוכן אך ורק למטרה המצוינת בנספח העבודה התואם ואין לעשות בו כל שימוש לכל מטרה אחרת. אין לתת לדו"ח זה או לכל חלק ממנו, תמצית או סיכום שלו, פומביות דרך ערוצי מדיה פומביים (או פרטיים), ללא הסכמתנו מראש ובכתב, למעט אם וככל שהדבר נדרש על פי דין לצורך מילוי חובות הגילוי והדיווח שלכם.
5. המלצותינו לשווי פנימי הינן נכונות לתאריך הקובע המפורט בדו"ח זה. שינויים בתנאי השוק יכולים לגרום להערכות שווי שונות במהותן מאלו המצוינות בתאריך הקובע. אין אנו נוטלים על עצמנו אחריות כלשהי לשינויים בתנאי השוק לאחר התאריך הקובע ואין אנו מחויבים לעדכן את הדו"ח או את המלצותינו, ניתוחינו, מסקנותינו או מסמכים אחרים הנוגעים לשירותים שלנו לאחר התאריך הקובע, מכל סיבה שהיא.
6. אין אנו נוטלים על עצמנו אחריות כלשהי לחוסר היכולת של הבעלים לאתר רוכש לעסק או לנכסיו בשווי המצוין בדו"ח.
7. קיבלנו מידע בכתב ובעל פה ונתונים באמצעים אלקטרוניים, ביחס לעסק או לנכסים לגביהם ביצענו את הניתוח. הסתמכנו על מידע זה לשם הכנת הדו"ח ואין לנו אחריות כלשהי לוודא באופן עצמאי את הנכונות או השלמות של המידע האמור. אין אנו נוטלים על עצמנו אחריות כלשהי לשלמות או דיוק המידע אשר סופק לנו על ידי אחרים, לרבות על ידי ההנהלה שלכם.
8. ייתכן והגענו לנתונים פיננסיים היסטוריים מסוימים, אשר בהם השתמשנו בהערכת השווי שלנו, מתוך דו"חות כספיים מבוקרים ו/או לא מבוקרים, אשר באחריות ההנהלה. דו"חות כספיים יכולים לכלול גילויים אשר נדרשים מתוקף כללים חשבונאיים מקובלים. אנו לא בדקנו עצמאית את הנכונות או השלמות של הנתונים אליהם הגענו ואיננו מחוויים כל דעה או נותנים הבטחה מכל סוג שהיא

לגבי הנתונים או לגבי הדו"חות הכספיים.

9. אין אנו נוטלים על עצמנו אחריות כלשהי ביחס להחלטות פיננסיות או החלטות לדיווחי מס, אשר הינן באחריות ההנהלה.
10. אין אנו נדרשים לספק שירותים נוספים או לבצע עבודה נוספת, או לתת עדות או להיות נוכחים בבית משפט בנוגע לעסק או לנכסים לגביהם ביצענו את הניתוח או בנוגע לדו"ח זה.
11. לא ערכנו קביעה כלשהי האם הופרו חוקי מרמה ושימוש לרעה או תקנות כאלו, או דין אחר כלשהו. אין אנו נוטלים על עצמנו אחריות כלשהי לספק ייעוץ משפטי כלשהו ואנו ממליצים כי תיוועצו ביועצים המשפטיים שלכם ביחס לנושאים משפטיים.
12. במידה המרבית המותרת על פי חוקים או כללים מקצועיים רלוונטיים, חברת אפליקטור טכנולוגיות בע"מ תשפה את משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים בגין כל דבר הנובע ו/או הקשור לביצוע השירותים המפורטים בהסכם לרבות בגין כל תביעה של צד ג' (לרבות הצדדים השולטים בכס, חברות מאוחדות ו/או כלולות שלכם ו/או מחזיקי ניירות הערך שלכם) ובשל החבויות, ההפסדים, הנזקים, העלויות וההוצאות (כולל עלויות משפטיות פנימיות וחיצוניות סבירות) שינבעו מתביעה כזו ו/או מגילוי או פרסום של דוח כלשהו, ו/או משימוש או הסתמכות של צד ג' כלשהו על דוח כלשהו (לרבות ייעוץ מס). בכפוף לכך שנודיע לכם ונעביר לכם את כל הפניות ו/או דרישות ו/או תביעות כאמור בסמוך לאחר שנקבלם, קו ההגנה שלנו יקבע בהסכמתכם שלא תימנע מטעמים בלתי סבירים, אנו לא נתפשר בתביעה ולא נודה בחבות או באחריות ללא קבלת אישורכם בכתב, נציגנו המשפטי ימונה בהסכמתכם ושלא תימנע מטעמים בלתי סבירים.

נספח ג – כשירותו המקצועית של מעריך השווי

רועי פולניצר, BA (Econ.)/MBA(Finance)

כשירות מקצועית

ניסיון

בעלים ומנהל של משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים. התמחותו של מר פולניצר כוללת הערכת שווי חברות, מימון כמותי ומידול פיננסי וכלכלי.

מר פולניצר מתמחה במימון כמותי וביצע מעל ל-100 הערכות שווי מימון כמותי, לרבות חישוב שווי רכיבי ההמרה הגלומים בהלוואות המירות, חוות דעת בנושא שוויים ההוגן של נגזרים פיננסיים משובצים בחוזים, חישוב שווי רכיבי ההמרה הגלומים באגרות חוב להמרה סחירות, חישוב הפרמטרים הדרושים לשם ההצמדה למדד המחירים לצרכן של כתבי אופציה סחירים, הערכת שווי כתבי אופציה ואגרות חוב להמרה שאינם רשומים למסחר, חוות דעת בנושא שווי הוגן לנכסים והתחייבויות מסוימים הנכללים במסגרת הסדרי חוב, בדיקות אפקטיביות הצהרות ההגנה לחשבונאות גידור (Hedge Effectiveness Testing), חישובי שווי הוגן לעסקאות פיננסיות, ניתוחי רגישות לסיכוני שוק (דוח גלאי 2 ו- IFRS 7) וכיוב' הערכות שווי מימון כמותי.

לפני שהקים את משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים, מר פולניצר ייסד יש מאין 2 מחלקות כלכליות ב-2 גופים כלכליים ועמד בראש אותם תחומים, שימש כמרצה מן החוץ ב-2 מכללות אקדמיות בקורסים בניתוח דוחות כספיים והערכות שווי, כיהן כחבר בועדת השקעות המנהלת תיקי השקעות של 2 משקיעים גדולים בסכום של כמה מיליוני שקלים, ייעץ למנהל תחום האופציות לעובדים ברשות המיסים בקביעת שווי הוגן למכשירי הון (כגון: מניות בכורה והקצאות אופציות לעובדים), פרסם 2 מחקרים אמפיריים כמאמרים אקדמיים בכתבי עת מקצועיים בארץ וכן ביצע מעל ל-100 הערכות שווי חברות, לרבות הערכת שווי פעילויות, בחינות פגימת מוניטין (Impairment's), ייחוס עודף עלות הרכישה לנכסים בלתי מוחשיים (PPA's), הערכת שווי כלכלי של כתבי אופציות לעובדים (ESOP's), פיצול רכיבי הון (409A) של חברות, הערכת שווי אופציות המשובצות בהסכמים וכיוב' הערכות שווי חברות.

השכלה

- M.B.A. מאוניברסיטת בן-גוריון בנגב (מימון), (2008), בהצטיינות.
- B.A. מאוניברסיטת בן-גוריון בנגב (כלכלה), (2006), בהצטיינות.

פרסומים

- פולניצר, ר' ושי' ליפשיץ (2009), "התפתחות מכפיל ההון העצמי בבנקאות הישראלית והגורמים המשפיעים עליו בין השנים 2004-2008", רבעון לבנקאות, 166, 28-44.
- ליפשיץ, ש' ור' פולניצר (2008), "מידת האינפורמטיביות של ערכי ה-VaR המדווחים על ידי הבנקים בישראל", מכון יוסף קסירר למחקר בחשבונאות, נובמבר 2008.

נספח ד – מקורות מידע נוספים

Brenner, M. and D. Galai (1984). "On Measuring the Risk of Common Stock Implied by Option Prices: A Note", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, 403-412.

Black, F. and M. Scholes (1973). "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, 81, 637-54.

Garmen, M. B., and S. W. Kohlhagen (1983). "Foreign currency option values", *Journal of International Money and Finance*, 2, 231-237.

IAS 17, International Accounting Standard No. 17, Lease, IASB.

IAS 32, International Accounting Standard No. 32, Financial Instruments: Presentation, IASB.

IAS 39, International Accounting Standard No. 39, Financial Instruments: Recognition and Measurement, IASB.

IFRS 2, International Financial Accounting Standard No. 2, Share-based Payment, FASB.

IFRS 7, International Financial Accounting Standard No. 7, Financial Instruments: Disclosure, FASB.

IFRS 13, International Financial Accounting Standard No. 13, Fair Value Measurements, FASB.

SFAS 157, Statement of Financial Accounting Standard No. 157, Fair Value Measurements, FASB.

Tompkins, R. (1994). *Option Analysis*, Chicago, Probus.

- הערכת שווי חיצונית להלוואה ולנגזר המשובץ בהסכם הלוואה מאוגוסט 2011, אשר בוצעה על ידינו לבקשת החברה.
- נתוני אתר Bizportal.
- נתוני אתר European Central Bank.
- נתוני אתר בנק ישראל.
- נתוני אתר הבורסה לניירות ערך.
- נתוני אתר מאיה – מערכת אינטרנט להודעות החברות.
- קבצי גיליונות אלקטרוניים (Excel), לרבות לוח סילוקין של ההלוואה מעודכן ליום 30.9.2011 ופרמיית הסיכון של החברה.
- שיחות עם מר חיים רוט, חשב החברה.