

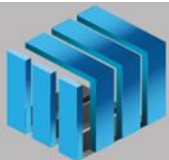
מרכז הפורמיקה אברבוך (שיווק) בע"מ



בחינת שיעור הריבית הראויה להיוון שטר ההון של החברה

לצרכי דיווח חשבונאי

אפריל 2024



Valuations



Litigation support



Financial reporting



Solvency



Business Plans

3 באפריל 2024

לכבוד :

מרכז הפורמיקה אברבוך שיווק בע"מ,

הנהלה נכבדה,

מכתב זה מיועד לספק לכם סקירה אודות המטרה וההיקף של הניתוחים והמסקנות שלנו. הנכם מופנים לדו"ח המצ"ב ובו דיון והצגת הניתוחים שבוצעו בקשר להתקשרות זו.

בהתאם לבקשתכם, C - Value Business Consulting Ltd. (להלן: "מעריך השווי") הכין ניתוח עצמאי בקשר לשיעור הריבית הראויה להיוון שטר ההון של מרכז הפורמיקה אברבוך שיווק בע"מ ("אברבוך" או "החברה"). נכון למועד הערכת השווי 31 בדצמבר, 2023 (להלן: "מועד ההערכה") לצורך דוחותיה כספיים, בהתאם לתקן דיווח כספי.

מטרה והיקף

מטרת התקשרות זו הינה לסייע להנהלת החברה להעריך את שוויין ההון של ההתחייבויות בגין שטר ההון וזאת על ידי חישוב שיעור הריבית הראויה להיוון שטר ההון.

היקף הניתוח

בביצוע הערכת השווי, הבדיקות והניתוחים אותם ביצענו נכללו, בין היתר, הצעדים הבאים :

- ניתוח נתונים היסטוריים וצפויים, מבוקרים ובלתי מבוקרים, ונתונים פיננסיים ותפעוליים אחרים בנוגע לקבוצה ;

- הכנת דו"ח המסכם את המתודולוגיות ששימשו אותנו בעבודתנו, ההנחות עליהן התבסס ניתוח השווי וממצאים באשר לשווי החברה.

תקציר הממצאים

בהתבסס על הניתוחים המתוארים בדו"ח המצ"ב והמידע הזמין עליו הסתמכנו, לדעתנו הריבית הראויה להיוון שטר ההון של החברה, נכון למועד הערכת השווי, הינו כדלהלן :

ריבית ראויה להיוון מח"מ שיעור הריבית התוספתית	שטר הון	2	9.46%
---	---------	---	-------

בבחינת שיעור הריבית הראויה להיוון שטר ההון של החברה, נכון למועד הערכת השווי שיעור הריבית הסתכם לכ-9.46%

אין לנו זיקה לחברה ואין לנו זכות נוכחית או צפויה בחברה או בנכסיה. התוצאות של ניתוחינו לא הושפעו, בכל דרך שהיא, מהשכר ששולם עבור שירותינו. הוראות ותנאים עסקיים נוספים אשר לפיהם בוצעה המשימה שלנו, כלולים כצרופה המהווה חלק מדוח זה על דרך ההפניה.

יחד עם זאת, אנו מסכימים לבצע שימוש בשווי המתואר בחוות דעת זו לצורך ורק לצורך קביעת שיעורי הראויה להיוון שטר ההון המתוארות בעבודה זו, לצורך הדוחות הכספיים של חברת מרכז הפורמיקה אברבוך שיווק בע"מ

בכל מקרה של שאלה בנוגע לניתוח או לדוח שלנו, אנו צרו קשר עם C -
Value Business Consulting במספר טלפון +972-3-7653333.

בכבוד רב,

C - Value Business Consulting

דפני ק

הצהרה אודות תנאים מגבילים:

1. בהתאם לאתיקה המקצועית המוכרת, שכר הטרחה המקצועי עבור שירות זה אינו מותנה במסקנה שלנו אודות השווי, ולמעריך או לעובדיו אין כל אינטרס כספי, נוכחי או מתוכנן, בחברה אשר נכסיה מוערכים.
2. חוות הדעת לגבי השווי, אשר באה לידי ביטוי במסמך זה, מתייחסת אך ורק למטרה המוצהרת נכון לתאריך ההערכה.
3. דוחות כספיים ומידע קשור אחר שסופקו על ידי החברה או נציגיה במהלך בדיקה זו, התקבלו, ללא אימות נוסף, כמשקפים באופן מלא ונכון את מצבה העסקי של הפעילות ואת תוצאותיה התפעוליות עבור התקופות השונות, למעט ככל שמצוין אחרת בדוח זה.
4. מידע ציבורי ומידע ענפי וסטטיסטי, הושגו ממקורות שלדעתנו הינם אמין; עם זאת, איננו מתחייבים לדיוק או לשלמות של מידע כאמור, וקיבלנו מידע זה ללא אימות נוסף.
5. איננו מתחייבים לסיכויי השגת התוצאות החזויות על ידי החברה, מכיוון שאירועים ונסיבות לעתים קרובות אינם מתרחשים כמצופה; הבדלים בין תוצאות בפועל לבין תוצאות חזויות, עשויים להיות מהותיים; והשגת התוצאות החזויות תלויה בפעולות, תוכניות והנחות של ההנהלה.

6. המסקנות לעניין השווי, מבוססות על ההנחה כי רמת המומחיות והאפקטיביות הנוכחית של ההנהלה, תמשיך להתקיים, וכי טיבה ואיכותה של החברה לאחר מכירה, ארגון מחדש, חליפין או דילול חלקם של הבעלים, לא ישתנו באופן מהותי או ניכר.

7. דו"ח זה והמסקנות שבו, מיועדים לשימוש בלעדי של הלקוח שלנו למטרה היחידה והמסוימת כפי שמצוינת בדו"ח. כמו כן, הדו"ח והמסקנות אינם מיועדים להוות ייעוץ השקעות על ידי המחבר, ועל הקורא להימנע מלפרשם, כיעוץ השקעות בכל אופן שהוא. המסקנות הכלולות בדו"ח זה מייצגות את דעתו של מעריך השווי, בהתבסס על המידע שסופק לו על ידי החברה ומקורות אחרים.

8. תוכנו של דו"ח זה, כולו או חלקו (בעיקר מסקנות באשר לשווי, זהות מומחה(ים) הערכת שווי, או הפירמה אליה קשורים מומחי הערכת שווי כאמור, או כל התייחסות לתפקידיהם המקצועיים), אין להפיץ בציבור באמצעות מדיות פרסום, יחסי ציבור, מדיות חדשות, מדיות מכירות, דואר, העברה ישירה, או כל אמצעי תקשורת ציבורי אחר, ללא אישור מראש ובכתב מאת מעריך השווי. למרות האמור לעיל, אין לנו התנגדות לצירוף הדוח, במידה ותידרשו בהתאם לתקנות והנחיות הרשות לניירות ערך, לדוחותיה הכספיים של החברה.

קיצורים

31/12/2023	מועד הערכת השווי
C – Value Business Consulting Ltd.	מעריך השווי או C – Value
מרכז הפורמיקה אברבוד בע"מ	חברת אם
מרכז הפורמיקה אברבוד (שיווק)	חברת הבת
משך חיים ממוצע	מח"מ
עסקת החלף	SWAP

תוכן עניינים

1.	תיאור החברה ופעילותה	7
1.1.	חברת מרכז הפורמיקה אברבוך בע"מ	7
1.2.	חברת מרכז הפורמיקה אברבוך (שיווק) בע"מ	7
2.	המתודולוגיה לבחינת שיעור היוון שטר ההון	8
3.	תיאור ההלוואה הבנקאית	8
4.	פירוט ההתאמות אשר בוצעו בהערכת השווי	9
4.1.	התאמה לבטוחות והתחשבות בסיכון ההלוואה	9
4.2.	התאמה לריבית קבועה	11
4.3.	התאמה לדירוג הנגזר	11
5.	סיכום הריבית הראויה להיוון עבור שטר ההון של החברה:	11
	נספח א' – שיעורי התאוששות	12
	נספח ב' – פירוט אודות יישום מודל סיכון האשראי	13
	נספח ג' – פרטי השותף מנהל הצוות ב- C-Value	14

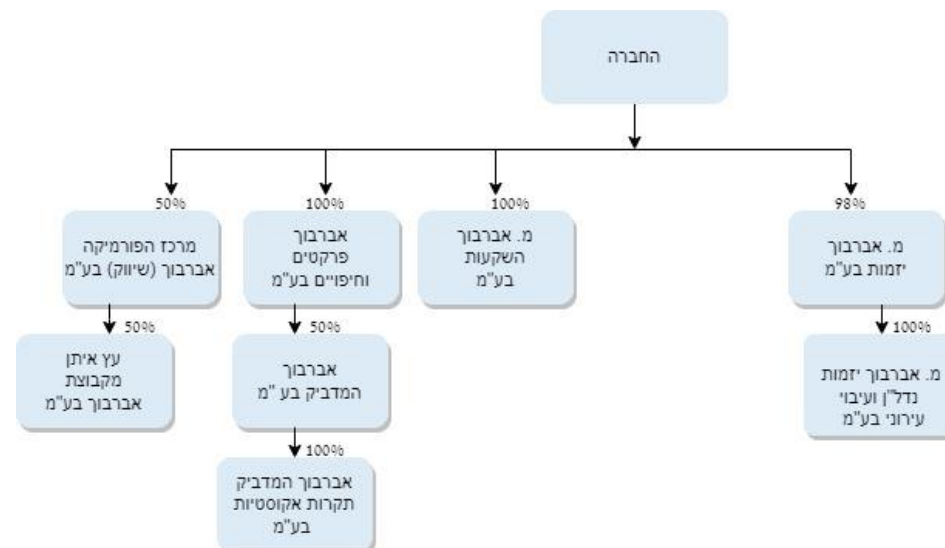
1. תיאור החברה ופעילותה

1.1 חברת מרכז הפורמיקה אברבוך בע"מ

חברת מרכז הפורמיקה אברבוך בע"מ נוסדה בחודש אפריל 1985 כחברה פרטית בישראל. החל מחודש ינואר 1994 השלימה החברה את רישומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

מאז הקמתה, חברת מרכז הפורמיקה אברבוך בע"מ מתמחה בתחום הבנייה והשיפוצים ועוסקת ביבוא, שיווק ומימון פרויקטים למגורים באופן ישיר ובאמצעות החברות הבנות בהן היא מחזיקה אשר עוסקות ביבוא ושיווק של מוצרי עץ, שיווק פרקטים ומימון פרויקטים למגורים.

עץ החזקות החברה:



כפי שנראה בתרשים, החברה פועלת באמצעות חברות הבנות שלה כאשר זו מחזיקה בהן כדלהלן: 98% בחברת מ. אברבוך יזמות בע"מ, 50% בחברת אברבוך

המדבק בע"מ, 50% בחברת עץ איתן מקבוצת אברבוך בע"מ, ו-50% במרכז הפורמיקה אברבוך (שיווק) בע"מ ובחברות מ. אברבוך השקעות בע"מ, אברבוך פרקטים וחפיות בע"מ, מ. אברבוך יזמות נדל"ן ועיבוי עירוני בע"מ ואברבוך המדבק תקרות אקוסטיות בע"מ. החברה מחזיקה באחזקות אלו במלואן.

ביום 7 באוקטובר 2023, פרצה מלחמת חרבות ברזל, אירוע שעל פי החברה הינו בעל השפעה משמעותית שלילית על החברה ובא לידי ביטוי בפגיעה בביקושים למוצרי החברה.

עקב אירועים אלו, נכון לדצמבר 2023 צופה החברה ירידה בהכנסות העתידיות. על מנת לצמצם את הפגיעה העתידית בה, נוקטת החברה בפעולות שונות כגון הקטנת שעות העבודה וצמצום פעילויות תפעול המטה.

נכון למועד הערכת השווי, החברה מעסיקה 20 עובדים ומשרדיה ממוקמים ברחוב הר עצמון 25, רמלה.

1.2 חברת מרכז הפורמיקה אברבוך (שיווק) בע"מ

מרכז הפורמיקה אברבוך (שיווק) בע"מ, הינה חברה פרטית אשר נוסדה ביום 1 ביולי 2012 בישראל ועוסקת בשיווק והפצה של מוצרי עץ על כל סוגיו. מוצרי העץ של החברה האם (פרט לפרקטים) משווקים על ידי חברת מרכז הפורמיקה אברבוך (שיווק) בע"מ, המהווה את זרוע השיווק של החברה האם.

נכון למועד הערכת השווי 31 בדצמבר, 2023, לחברה מעל 3000 לקוחות הנחלקים לארבעה סוגים עיקריים: סוחרים בחומרי גלם אשר משווקים את מוצרי החברה, נגרים ויצרני ריהוט (היקף קטן עד בינוני), יצרני מטבח, ולקוחות מזדמנים.

נכון למועד הערכת השווי, לקוחותיה של החברה פועלים בישראל ובשטחי הרשות הפלסטינית.

בתקן זה ישנן הנחיות באשר למדידה של נכסים והתחייבויות פיננסיות בהכרה לראשונה ובמדידה עוקבת של אלו. במדידה לראשונה של התחייבויות פיננסיות יש להכיר באלו על פי שוויין ההוגן המוסבר "ישות תמדוד נכס פיננסי או התחייבות פיננסית בשוויין ההוגן בתוספת או בניכוי, במקרה של נכס פיננסי או של התחייבות פיננסית שאינם בשווי הוגן דרך רווח או הפסד".

על כן, לשם מדידה זו, בחנו את הריבית האפקטיבית של שטר ההון כמפורט בתקן, "הכנסות ריבית יחושבו תוך שימוש בשיטת הריבית האפקטיבית. החישוב יבוצע על ידי יישום חישוב שיעור הריבית האפקטיבי לערך בספרים ברוטו של הנכס".

ראוי לציין כי הכרה זו בוצעה להתחייבויות אשר הינן צד קשור לחברה, שכן באם ההלוואות ניתנו מצד ג', הריבית בהן מגלמת את שוויין ההוגן כעסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון.

3. תיאור ההלוואה הבנקאית

בבואנו להעריך את שיעור הריבית הראויה להיוון שטר ההון של החברה, השתמשנו בציטוט ריבית על הלוואה שנטלה החברה מגורם בנקאי.

להלן פירוט אודות תנאי ההלוואה הבנקאית:

סוג הלוואה	מועד הערכת שווי	תאריך פירעון	מח"מ בשנים	ריבית שנתית
הלוואה בנקאית	31/12/2023	26/03/2024	0.24	7.2%

ביום 26/02/2024 נלקחה הלוואה ע"ס 24,134,097 ש"ח. הלוואה זו ניתנה לחברה על ידי בנק הפועלים ומתחדשת באופן חודשי בריבית שנתית של פריים בתוספת מרווח של 0.9%. ריבית זו הסתכמה נכון לתאריך 31 בדצמבר, 2023 ל – 7.2%.

נכון למועד הדוח ובהתאם לדיווח מהנהלת החברה, חברת מרכז הפורמיקה אברבוך (שיווק) בע"מ מוחזקת באופן שווה על ידי מרכז הפורמיקה אברבוך בע"מ וא.פ. פורמיקה סנטר (1998) בע"מ.

נכון ליום 31 בדצמבר 2023 החברה מעסיקה 118 עובדים. לחברה ישנו משרד מכירות הממוקם באתר המרכזי של החברה ברחוב הר עצמון 25 רמלה.

תיאור שטר ההון החברה

ביום 1 באפריל 2013, נמכר מלאי המתייחס לפעילות העץ שהייתה בבעלות אברבוך (שיווק) לחברה האם כנגד הלוואת בעלים (שטר הון) בסכום של כ- 39 מיליון, אשר ניתנה לחברה האם.

תנאי שטר ההון כוללים: שיעור הריבית בנקבע התאם לשיעורי הריבית של ההלוואות של חברת מרכז הפורמיקה אברבוך (שיווק) בע"מ בפועל מול הבנקים שלה, נכון להיום עומדת על פריים + 1% המשולמת באופן שוטף אחת לחודש, מועד הפירעון של שטר ההון נקבע לזמן ארוך ויפער רק במקרה של ביטול הסכם או פירוק חברת השיווק אשר תישא במלוא עלויות המימון בגינו.

ההלוואה סווגה לקטגוריית מדידה של נכסים פיננסיים הנמדדים בשווי הוגן דרך רווח או הפסד.

שטר ההון אינו מציין מועד פרעון ההלוואה אולם על פי הנהלת החברה, זו מעריכה את המח"מ של שטר ההון בכ- 2 שנים.

2. המתודולוגיה לבחינת שיעור היוון שטר ההון

מטרת תקן IFRS 9 הינה "לקבוע עקרונות לדיווח כספי על נכסים פיננסיים ועל התחייבויות פיננסיות אשר יוצגו למשתמשים בדוחות כספיים", כמו גם מידע רלוונטי ושימושי לצורך הערכת הסכומים.

4. פירוט ההתאמות אשר בוצעו בהערכת השווי

4.1 התאמה לבטוחות והתחשבות בסיכון ההלוואה

לאחר מציאת הריבית בהלוואה, חישבנו את הריבית התיאורטית אשר הייתה מתקבלת על הלוואה דומה ללא בטוחה מאחר שכאמור, שטר ההון אינו כולל ערבות בעלים או/שעבוד של נכס. [כל נכסי חברת השיווק משועבדות לחברת אברבוך, אחרי הבנק].

כאמור בפרק 3, נכון למועד הערכת השווי, החברה אינה עומדת באמות המידה הפיננסיות של הלוואות שנלקחו על ידה. ובהתאם ישנה יתר רגישות לנושא הבטוחות בקביעת שיעור הריבית ולכן בוצעה התאמה לבטוחות.

לשם כך, חישבנו את שיעור הריבית התואם להלוואה ללא בטוחה, על ידי הנחת שיעור הסתברות לפירעון הלוואה המתאים לחובות נחותים שאינם מגובים בערבויות, כפי שהתקבל מנתוני חברת מרכז הפורמיקה אברבוך (שיווק) בע"מ, בהינתן שיעור הריבית חסרת הסיכון למועד הערכת השווי. בהתאם, לצורך המרת ריבית הלוואה לריבית חוב לא מבוטח, השתמשנו במודל Credit Risk¹.

על פי מודל זה שיעור ריבית החוב של החברה מיוצג על ידי המשוואה הבאה:

$$R_i = R_f + Risk Premium$$

כאשר:

R_i - ריבית על הלוואות החברה. ריבית זו תשתנה בין הלוואה להלוואה, כפי שיוצג להלן.

על פי תנאי הסכם ההלוואה הבנקאית, הקרן והריבית ישולמו בתום תקופת ההלוואה. בהתאם, מח"מ ההלוואה זהה לאורך החיים של ההלוואה הבנקאית. תקופת מח"מ ההלוואה החל ממועד הערכת השווי עומדת על 0.24 שנים.

כחלק מתנאי ההסכם, התחייבה החברה לעמוד במספר אמות מידה פיננסיות ועל ההלוואה הבנקאית ניתנו בטוחות שהועמדו על ידי חברת האם.

נכון ליום 30 ביוני, 2023, במסגרת קבלת אשראי ממספר תאגידים, לא עמדה חברת הפורמיקה אברבוך (שיווק) בע"מ באחד מתנאי אמות המידה הפיננסיות- יחס שירות החוב של חברת השיווק. אי העמידה בתנאי אמות המידה הפיננסיות של החברה נובע מהתוצאות הכספיות של המחצית השנייה לשנת 2022.

למרות זאת, במכתב שנשלח מהבנק ביום 28.12.2023, ציין הבנק כי למרות אי עמידת החברה בכתב ההתחייבויות כלפי הבנק, לאחר בחינה, הבנק אינו דורש פרעון של ההלוואה ואין שינוי בתנאי ההלוואה.

לפיכך, מכיוון שהלוואה זו נלקחה מבנק שהינו גורם חיצוני בלתי תלוי בחברה, ומכיוון שהבנק בחן את ההלוואה למועד סמוך להערכת השווי ולא נקט בצעדים כלשהם לגביית החוב הלכה למעשה, הנחנו כי סיכון החברה נשאר ללא שינוי וציטוט הריבית, נכון למועד המכתב מהבנק, אכן מייצג את סיכוני החברה למועד זה.

בהתאם, בחוות דעתנו התייחסנו להלוואה בנקאית זו (ולאשרור הריבית באמצעות המכתב אשר נשלח ע"י הבנק) כבסיס לאומדן הריביות המייצגות לשטר ההון.

בנוסף, לשם קביעת הריבית עבור שטר ההון, ביצענו מספר התאמות כדלהלן:

¹ פירוט אודות המודל ניתן למצוא בספר "Options, Futures and Other Derivatives 9th edition" ש"ח"ל הפרופסור "J.C Hull".

(ב) **מציאת הריבית לחוב נחות לא מבוטח** - על מנת לחשב ריבית זו, השתמשנו בשיעור סיכוי אי הפירעון, בריבית חסרת הסיכון וביעור ההתאוששות המתאים לסוג החוב, קרי חוב נחות לא מבוטח או חוב לא מבוטח. מכיוון שלשטר ההון ישנה בטוחה (מלאי החברה), אך זו נחותה מזו של הלוואות הבנק, בוצעה התאמה בגין בטוחה זו והועלה סיכון הריבית של שטר ההון בדרגה.

בהתאמה, עפ"י הטבלה של חברת מודיס, המפרטת את שיעורי השיקום הממוצעים, שיעור ההתאוששות לחוב נחות מבוטח (Senior secured bonds) עומד על 61.70% ולחוב נחות לא מבוטח (Senior unsecured bonds) עומד על 46.90%.

נוסחת העבודה בה השתמשנו מבוססת על שילוב בין הנוסחה הראשונה לשנייה:

$$R_i = R_f + (1 - \text{Recovery Rate}) * \text{Default Rate}$$

יישום המודל:

שיעור ריבית חסרת סיכון: הריבית חסרת הסיכון נלקחה מנתוני חברת "מרווח הוגן" בהתאם למועד הערכת השווי, מטבע שטר ההון, ובהתאם למח"מ של שטר ההון. בהתאם, הריבית חסרת הסיכון ליום 31/12/2023 נאמדה בכ- 4.19%.

הסיכון הגלום בשטר ההון (**Premium Risk**): מרווח האשראי מעל הריבית חסרת הסיכון. לפיכך, הסיכון הגלום בשטר ההון הסתכם לכדי 2.96%.

שיעור ההתאוששות (**Rate Recovery**): שיעור ההתאוששות תלוי במצב הבטוחות הנכללות בהלוואה הבנקאית, ככל שיש כאלה. על פי הנהלת החברה, ההלוואה שלווה החברה הינה הלוואה בנקאית המגובה באמצעות ערבות או שעבוד. בהתאם, עבור הלוואה זו, שיעור ההתאוששות לחוב מבוטח הינו כ- 61.70%.

Rf - ריבית חסרת סיכון. לצורך חישוב ריבית נעשה שימוש בנתונים על בסיס אג"ח ממשלתיים לא צמודים עפ"י מח"מ ומועד הערכת השווי.

Risk Premium - פרמיית סיכון הינה התגמול הנוסף הנדרש בכדי לפצות על תוספת סיכון לעומת נכס חסר סיכון. את פרמיית הסיכון ניתן לאמוד באמצעות הנוסחה הבאה:

$$\text{Risk Premium} = (1 - \text{Recovery Rate}) * \text{Default Rate}$$

כאשר:

Default Rate - שיעור סיכוי אי הפירעון של ההלוואה.

Recovery Rate - שיעור השיקום הינו המשלים של שיעור ההפסד בקרות חדלות פירעון (LGD).

לטבלה המפרטת את שיעורי השיקום הממוצעים לפי דירוג הנשייה של בעלי החוב מצ"ב נספח א'.

שלבי יישום המודל:

(א) **חילוף שיעור סיכוי אי הפירעון** - בשלב הראשון יש לגזור את ההסתברות השנתית הממוצעת לאי-פירעון (Default Rate) על בסיס שיעור הריבית על החוב המבוטח והמרווח שלו, לעומת שיעור ריבית חסרת סיכון ("מרווח אשראי") תוך הנחת שיעור ההתאוששות (Recovery Rate) המתאים לחוב זה. שיעור ההתאוששות לחוב מבוטח (Senior secured bonds) עומד על 61.70%. את מרווח האשראי חישבנו ע"י חיסור הריבית חסרת הסיכון משיעור הריבית על שטר ההון שניתנו. לצורך חישוב זה, השתמשנו בנוסחה דלעיל אך בסידור הפרמטרים באופן הבא:

$$\text{Default Rate} = \text{Risk Premium} / (1 - \text{Recovery Rate})$$

כמשתקף מהטבלה שלעיל, שיעור הריבית הקבועה לאחר ביצוע ההתאמה הסתכם לכ-8.76%. בהתאם, הריבית המייצגת להלוואה שהחברה נטלה הינה 8.76%.

4.3 התאמה לדירוג הנגזר

לאחר מציאת שיעור הריבית הרעיונית להלוואה שנטלה החברה, בחנו את הדירוג הנגזר להלוואה זו בהתאם למח"מ ועקומת התשואות בתאריך 31.12.2023.

במקרים בהם קיים פער בין הריבית המתואמת לדירוג מסוים, לבין הריבית בה ניתנה ההלוואה, יש לבצע התאמה לדירוג על בסיס פער זה. בהתאם, מכיוון שהריבית המתואמת להלוואה הינה 8.76% והריבית לדירוג baa1 במח"מ של 0.24 בתקופה שניתנה ההלוואה הינה 6.59%, יש להוסיף תוספת של 2.18% לריבית המוצגת על פי הדירוג. על כן, להלוואה שניתנה לחברות המוחזקות, הריבית הרעיונית תואמת לדירוג baa1 בתוספת 2.18%.

5. סיכום הריבית הראויה להיוון עבור שטר ההון של החברה:

בהתבסס על הניתוחים המתוארים בדו"ח המצ"ב והמידע הזמין עליו הסתמכנו, לדעתנו הריבית הראויה להיוון שטר ההון, נכון למועד ההערכה, הינו כדלהלן:

ריבית ראויה להיוון	מח"מ	שיעור הריבית להיוון
שטר ההון	2	9.46%

בבחינת שיעור הריבית הראויה להיוון שטר ההון של החברה, שיעור הריבית הסתכם לכ-9.46%.

חילוץ שיעור הסיכוי לאי-פירעון (Rate Default): כאמור, שיעור זה הינו הסיכוי לאי הפירעון של ההלוואה הבנקאית. להלן פירוט החישוב של שיעור אי-פירעון להלוואות של החברה:

$$Default Rate = 2.96\% / (1 - 61.70\%) = 7.72\%$$

חישוב הריבית התיאורטית לחוב נחות שאינו מבוטח: לצורך מציאת הריבית להלוואה שאינה מגובה בבטוחה ואשר מגלמת את הסיכון הגלום בהלוואות מצדדים קשורים, השתמשנו באותה הנוסחה לחילוץ הסיכוי לאי פירעון, עם שיעור ההתאוששות המתאים לחוב נחות לא מבוטח (Subordinated bonds), קרי שיעור של 46.90%.

בהתאם, להלן פירוט החישוב של הריבית התיאורטית להלוואת החברה:

$$Ri = 4.19\% + (1 - 46.90\%) * 7.72\% = 8.29\%$$

לפירוט אודות יישום מודל סיכון האשראי ראה נספח ב'.

4.2 התאמה לריבית קבועה

לאחר שביצענו התאמה לבטוחה, ביצענו התאמה לריבית קבועה. כאמור, ההלוואה הבנקאית שניתנה לחברה הינה הלוואה בריבית משתנה. בהתאם ולצורך המרתה לריבית קבועה, נעזרנו בציטוט עסקת עבר של החברה וביצענו SWAP. על פי ציטוט זה, מחיר ה-SWAP הינו 0.47%.

בהתאם, הוספנו הפרש זה לריבית בגין הלוואות החברה. להלן טבלה המראה את שיעורי הריבית לאחר התאמה לריבית קבועה:

התאמה לריבית משתנה	ריבית משתנה	ריבית קבועה
שיעור הריבית	8.29	8.76%

EXHIBIT 9

Average debt ultimate recovery rates, 1987-2023

Debt type	Emergence year			Default year		
	2023	2022	1987-2023	2023	2022	1987-2023
Revolvers*	75.6%	94.5%	86.5%	81.2%	82.7%	86.5%
Term loans**	54.6%	73.6%	71.1%	49.1%	67.6%	71.1%
Senior secured bonds	49.2%	81.5%	61.7%	39.0%	84.5%	61.7%
Senior unsecured bonds	19.3%	40.9%	46.9%	12.4%	46.6%	46.9%
Subordinated bonds	—	—	27.9%	—	—	27.9%

The Moody's Ultimate Recovery Database primarily covers default resolutions of US nonfinancial companies.

נספח ב' - פירוט אודות יישום מודל סיכון האשראי

31.12.2023	מודל סיכון אשראי
7.15%	שיעור ריבית הלוואה בנקאית
4.19%	ריבית חסרת סיכון להלוואה
2.96%	סיכון גלום בהלוואה
61.70%	Recovery rate (Loan)
7.72%	Derived Default rate
46.90%	Recovery rate (Senior unsecured bond)
4.10%	פרמיית סיכון
4.19%	ריבית חסרת סיכון
8.29%	Derived Interest rate

נספח ג' – פרטי השותף מנהל הצוות ב- C-Value:

כפיר קלדרון, רואה חשבון, MBA

פרטי שותף מעריך השווי:

- 2000 תואר ראשון BA בהצטיינות בחשבונאות וכלכלה מהאוניברסיטה העברית בירושלים.
 - 2007 תואר שני MBA במנהל עסקים מאוניברסיטת תל אביב במגמות שיווק, יזמות ואסטרטגיה.
 - 2006 רואה חשבון בישראל.
- במהלך עבודתי חברתי ניסיון רב הן בביצוע חוות דעת כלכליות והן בביקורת וסקירה של עבודות כלכליות של מומחים אחרים בפרוייקטים רחבי היקף של הערכות שווי, בדיקות כלכליות לבתי משפט, כדאיות פיננסית, ליווי, תכנון ומימון אל מול בנקים, לחברות ישראליות, אמריקאיות ובינלאומיות, ציבוריות ופרטיות.
- בעברי שימשתי כמנהל ב Ernst & Young - במחלקה הכלכלית, בתחום הערכות שווי חוות דעת לבתי משפט, בדיקות כדאיות, ייעוץ כלכלי והכנת תכניות עסקיות. כמו כן עסקתי בליווי והובלת תהליכי תכניות הבראה ורה-ארגון לחברות הגדולות במשק הישראלי.
- במסגרת תפקידי עסקתי בהכשרה של מתמחים ורואי חשבון בתחומים הכלכליים ובהדרכת צוותי רואי חשבון מההיבט הכלכלי.
- כיום אני שותף מוביל ב C-Value - ומרכז את פעילות הייעוץ העסקי. במסגרת פעילותי במשרד אני מדריך, מלווה ומעניק ייעוץ כלכלי לחברות פרטיות וציבוריות רבות כמו גם למשרדי עורכי הדין מהמובילים והגדולים בארץ, משרדי רואה החשבון המובילים, בנקים, קרנות וכדומה.
- משרדנו מתמחה ברה-ארגון ותכניות עסקיות, ייעוץ לחברות בקשיים, ייעוץ על מיזוגים ורכישות, חוות דעת כלכליות לבית משפט ושירותי הערכות שווי. היועצים הכלכליים של משרדינו ביצעו בשנים האחרונות מאות עבודות כלכליות לחברות פרטיות וציבוריות, ישראליות ובינלאומיות.