

הערכת שווי נגזרים משובצים פרויקט נמל המפרץ

מאי 2015

תוכן עניינים

3.....	פרק א' - מבוא
3.....	רקע ומטרת חוות הדעת
3.....	הגבלת אחריות
4.....	מקורות המידע
4.....	אסכולה יעוץ כלכלי ומימוני
6.....	פרק ב' - הערכת השווי
6.....	כללי
6.....	תיאור החוזים והנגזרים
7.....	מתודולוגיה
7.....	תיאור ההנחות המרכזיות
8.....	תוצאות הערכת השווי
8.....	ניתוח רגישות

פרק א' - מבוא

רקע ומטרת חוות הדעת

1. התבקשנו על ידי שפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ (להלן: "שפיר") וקבוצת אשטרום בע"מ (להלן: "אשטרום") (שתיהן ביחד להלן: "המזמינה") להעריך את שוויים של נגזרי מט"ח המשובצים בחוזי ההקמה בפרויקט נמל המפרץ (להלן: "הפרויקט") ליום 31 במרץ 2015.
2. עבודה זו הוכנה על ידי אסכולה יעוץ כלכלי ומימוני בהתאם לדרישת המזמינה, באמצעות מר ישעיהו אברמוביץ, חשבונאי ראשי, קבוצת אשטרום בע"מ ומר עמית בירמן, סמנכ"ל כספים, שפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ, מיום 16 במרץ 2015.
3. פרויקט נמל המפרץ הינו פרויקט לביצוע עבודות להקמת שוברי גלים, מזחים, עבודות חפירה ימית ועבודות תשתית נוספות בנמל חיפה בהתאם לזכייה במכרז.

הגבלת אחריות

4. לצורך ביצוע חוות הדעת הסתמכה אסכולה יעוץ כלכלי ומימוני בע"מ (להלן: "אסכולה") על מידע שהתקבל מהמזמינה וכן על מידע ציבורי. עבודתנו לא כללה בדיקה ו/או אימות של מידע זה. אין בעבודתנו משום אישור לנכונותו. לא נישא בשום אחריות על שימוש במידע זה כפי שהוא מופיע בחוות הדעת. איננו אחראים לנכונות, דיוק ושלמות המידע שהגיע אלינו לצורך ביצוע העבודה כמפורט לעיל והעבודה אינה מהווה אישור לנכונות, דיוק או שלמות כאמור. אנו לא נהיה אחראים כלפי המזמינה ו/או כלפי צדדים שלישיים, לכל הפסד, נזק עלות או הוצאה אשר ייגרמו עקב מעשי הונאה, הטעייה, מצג שווא, מסירת מידע שאינו נכון או מניעת מידע מצד גורם כלשהו, בין בזדון, בין בטעות ובין ברשלנות, ולא נהיה אחראים לכל התבססות אחרת על מידע כאמור.
5. מוסכם כי לא תהיה למזמינה כל טענה ו/או תביעה כלפינו, לרבות בדרך של הודעת צד ג', בכל הקשור לביצוע העבודה בכפוף לכך שלא פעלנו בזדון או ברשלנות חמורה.
6. חוות דעת זו מיועדת לשימוש המזמינה ובעלי מניותיה. בשום מקרה לא נישא בשום אחריות כלפי צד שלישי אליו הועברה חוות דעת זו ללא הסכמתנו.
7. חלק מחוות הדעת נוגע לתחזיות של מאורעות עתידיים. לצורך תחזיות אלה אנו משתמשים בהנחות סבירות ובמתודולוגיה מקובלת. אין כל בטחון שתחזיות אלה לא ישתנו בהערכות עתידיות, ואין כל ערובה שערכן בעת מימושן העתידי יהיה זהה לזה שבתחזיות.
8. הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות בשיקול הדעת הסובייקטיבי של המעריך. לפיכך, אין שווי הוגן יחיד, בלתי מעורער, ובדרך כלל אנו קובעים טווח סביר לשווי הוגן. למרות שאנו סבורים שהשווי שנקבע על ידינו הינו סביר בהתבסס על המידע שסופק לנו, הרי שמעריך אחר עשוי היה להגיע לשווי שונה.
9. אנו מאשרים שאין לנו עניין אישי בפעילות המזמינה, למעט שכר הטרחה שאנו מקבלים עבור עבודה זו, וכן כי שכר הטרחה אינו מותנה בתוצאת חוות הדעת. כמו כן המזמינה התחייבה לשפות אותנו בגין כל סכום, חבות או הוצאה שישולמו על ידינו או שנידרש לשלם על פי קביעה שיפוטית (לרבות פסיקת בורר) בגין תביעה, דרישה, טענה או הליכים אחרים שיינקטו

- נגדנו שעילתם נובעת או קשורה, במישרין או בעקיפין, לביצוע העבודה. ההתחייבות לשיפוי לא תחול אם ייקבע כי פעלנו בקשר עם ביצוע העבודה בזדון או ברשלנות חמורה.
10. ברצוננו לציין כי אין לנו עניין אישי בניירות הערך של שפיר ו/או של אשטרום ו/או בנגזרי המט"ח נשוא העבודה. הננו בלתי תלויים במזמינה כמשמעות מונח זה בחוק רואי חשבון, תשט"ו-1955 ובתקנות שהותקנו על פיו, לרבות תקנות רואי חשבון (ניגוד עניינים ופגיעה באי תלות כתוצאה מעיסוק אחר) (הוראת שעה), התשס"ג-2003, בתקני ביקורת ובכללי ההתנהגות המקצועית של לשכת רואי חשבון בישראל ובהתאם להחלטת רשות ניירות ערך (בנושא אי תלות) לפי סעיף 9ב' לחוק ניירות ערך, התשכ"ח-1968. נציין כי שכר טרחתנו אינו תלוי בתוצאות העבודה.
11. חוות דעת זו נועדה לצורך המידע והשימוש של הנהלת המזמינה. אין להשתמש בה, להפיצה, לצטט אותה, או להתייחס אליו בשום צורה שהיא לכל מטרה אחרת, ואין להגישה או להתייחס אליה בדו"ח רישום או בכל מסמך אחר, למעט האמור להלן.
12. אין לעשות בחוות דעת זו כל שימוש אחר למעט השימושים אשר פורטו בהסכם ההתקשרות, בלא קבלת רשות מפורשת מראש ובכתב מאסכולה. במסגרת זו נציין כי אנו מאשרים לצרף את חוות דעתנו לדוחות הכספיים של אשטרום ו/או שפיר וכן להעבירה לרשויות מדינת ישראל בהתאם לדרישתן.
13. הייעוץ ניתן על פי הידע המקצועי שלנו ובהסתמך על המידע שנמסר לנו על ידי המזמינה. בכל מקרה האחריות של חברת אסכולה יעוץ כלכלי ומימוני בע"מ מוגבלת לסכום דמי הייעוץ.

מקורות המידע

14. מקורות המידע העיקריים עליהם הסתמכנו בכתיבת חוות הדעת הינם:
- מידע ציבורי של מדדים, מחירים וריביות
 - נתונים והבהרות שהתקבלו מהמזמינה ע"פ בקשתנו
 - שיחות ופגישות עם מנהלים בחברה ובעלי השליטה בהם:
 - מר ישעיהו אברמוביץ, חשבונאי ראשי, קבוצת אשטרום בע"מ
 - מר גבי לוי, מנהל תחום הזכיינות וה-PFI, קבוצת אשטרום בע"מ
 - מר אלכס גנין, מנהל כספים, אשטרום שפיר הקמת נמל חיפה, פעילות משותפת

אסכולה יעוץ כלכלי ומימוני

15. אסכולה יעוץ כלכלי ומימוני הינה פירמת יעוץ מובילה בישראל. שותפי הפירמה ועובדיה הינם פעילים בשוק ההון הישראלי זה למעלה מעשור. אסכולה מציעה ללקוחותיה מגוון רחב של שירותי יעוץ במספר תחומים: (1) ניהול סיכונים, תיקוף מודלים והנדסה פיננסית (2) חוות דעת מומחה לבתי משפט ולגופי רגולציה (3) הערכות שווי, ניתוחים עסקיים ועבודות לצרכי

דיווח כספי (4) הגבלים עסקיים, כלכלת רגולציה ותחרות ו-(5) מימון פרויקטים ותשתיות לאומיות.

שירותי הייעוץ מסופקים על ידי צוות עובדים מיומן, מנוסה ורב-גוני, על מנת להבטיח רמה מקצועית גבוהה, זמינות וגמישות מרבית.

16. העבודה בוצעה על ידי צוות בראשותו של גלעד גרוס.

מר גרוס הינו דירקטור באסכולה והינו מומחה בביצוע עבודות יעוץ כלכלי, לרבות ביצוע הערכות שווי, בדיקות כדאיות כלכלית, מדידות פיננסיות של שווי הוגן לצורכי יישומים חשבונאיים וניהול סיכונים. מר גרוס הינו רואה חשבון מוסמך ובעל תואר ראשון בכלכלה וחשבונאות ותואר מוסמך בכלכלה, שניהם מהאוניברסיטה העברית בירושלים. למר גרוס ניסיון עשיר בביצוע מדידות והערכות שווי לצורכי דיווח כספי.

בכבוד רב,

גלעד גרוס

31 במאי 2015

אסכולה יעוץ כלכלי ומימוני בע"מ

31 במאי 2015

פרק ב' - הערכת השווי

כללי

17. התבקשנו על ידי שפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ וקבוצת אשטרום בע"מ להעריך את שווי ההוגן של נגזרי מט"ח, המשובצים בחוזי ההקמה בפרויקט נמל המפרץ ליום 31 במרץ 2015. ההערכה תשמש לצורך יישום הוראות תקן חשבונאות בינלאומי 39 "מכשירים פיננסיים: הכרה ומדידה" (להלן: "התקן") בדוחות הכספיים.
18. התקן קובע כי נגזר משובץ יופרד מהחוזה המארח ויטופל כנגזר אם ורק אם:
- (א) המאפיינים והסיכונים הכלכליים של הנגזר המשובץ אינם קשורים באופן הדוק (Closely related) למאפיינים ולסיכונים הכלכליים של החוזה המארח.
- (ב) מכשיר נפרד עם אותם תנאים כמו הנגזר המשובץ היה מקיים את ההגדרה של נגזר.
- (ג) המכשיר המעורב אינו נמדד בשווי הוגן, כאשר שינויים בשווי הוגן מוכרים ברווח או הפסד.
19. נגזר משובץ הוא רכיב של מכשיר מעורב (משולב) שכולל גם חוזה מארח לא - נגזר כתוצאה מכך שחלק מתזרימי המזומנים של המכשיר המשולב משתנים באופן דומה לנגזר העומד בפני עצמו.
20. במערכת החוזית של הפרויקט נקבעו תזרימי מזומנים הצמודים ליורו. התבקשנו להעריך את השווי ההוגן של רכיב ההצמדה ליורו בחוזים אלו.

תיאור החוזים והנגזרים

21. להלן תיאור החוזים והנגזרים שהופרדו בגינם:
- המזמינה, חתמה על חוזה לביצוע עבודות להקמת שוברי גלים, מזחים, עבודות חפירה ימית ועבודות תשתית נוספות בתמורה לסך של כ-4 מיליארד ש"ח. תקופת ביצוע הפרויקט צפויה להימשך כ-75 חודשים ממועד קבלת צו תחילת העבודות. במסגרת זו התקשרה המזמינה בחוזים עם קבלני משנה.
- להלן הנגזרים המשובצים הכלולים בהערכת השווי:
- נגזר הכנסה - בהתאם לתנאי המכרז, התמורה תשולם בהתאם להתקדמות העבודות בפרויקט. 45% מהתמורה תהיה צמודה ליורו.
 - נגזר שפיר - למזמינה התקשרות עם חברת שפיר הנדסה אזרחית וימית בע"מ לאספקת חומרי מחצבה (אבן + חצץ) לפרויקט לפיו היא תשלם כ-736 מיליון ש"ח בהתאם לתנאים הבאים: תשלום על פי ביצוע חודשי לפי כתב כמויות, 95 ימים מסוף חודש שוטף של אספקת החומרים. במסגרת ההתקשרות נקבעו סכומים הצמודים ליורו בסך של כ-69 מיליון יורו.

מתודולוגיה

22. נגזרי המט"ח הינם, למעשה, חוזי החלפת מטבע בין שני צדדים לתאריכים השונים במטבעות ש"ח-יורו.
23. שוויו של כל אחד מחוזי ההחלפה הינו המכפלה של קרן העסקה במונחי המט"ח (יורו) בהפרש בין שער החליפין הצפוי ביום מימוש החוזה (F_1) לשער שנקבע בעת הפרדת הנגזרים המשובצים (F_0), מהוון למועד ההערכה.
24. אנו מעריכים את השווי ההוגן של חוזים אלו בהתבסס על נתוני שוק זמינים לציבור. הנתונים הדרושים הם: שער החליפין הנוכחי ש"ח-יורו, עקום ריביות סוואפ בש"ח, עקום ריביות סוואפ ביורו, ועקום סוואפ מרווח הבסיס בין הדולר לש"ח ובין הדולר ליורו. עקומי מרווח הבסיס בין הדולר ליורו מייצגים את הסיכון היחסי בין התחייבויות תשלומים עתידיים בין צמדי מטבעות. במקרה של הצמד ש"ח-דולר ויורו-דולר מוסיפים את מרווח הבסיס לריביות בש"ח.

סיכוני אשראי

25. בהתאם לתקינה החשבונאית יש להתייחס גם לסיכוני אשראי מסוג DVA ו-CVA בהערכת שווי הנגזרים.
26. במסגרת חוות דעת זו לא כללנו התייחסות ספציפית לסיכוני האשראי מאחר שמדובר ביישום ייעודית אשר לא קיימות בה פעילויות מלבד פעילות הקשורה בפרויקט. היות שכך ובהתאם למבנה החוזי של הפרויקט, רוב סיכוני האשראי מקבלים ביטוי במסגרת ההסתברות להשלמת הכמויות והחוזה בפרויקט. כפי שנמסר לנו מהנהלת היישום הייעודית, ההנהלה אומדת את ההסתברות להשלמת הכמויות והחוזה בפרויקט ומציגה את שווי הנגזרים תוך הכללת השפעת הסתברות זו. כמו כן, מאחר שכלפי הספקים המזמינה היא הצד המשלם וכן מאחר שהתנאים החוזיים אל מול הספקים הינם גב אל גב (back to back) אל מול החוזה אל מול חברת נמלי ישראל בע"מ, סיכוני האשראי הינם זניחים.

תיאור ההנחות המרכזיות

27. לצורך חישוב שערי החליפין הצפויים במועדים השונים עשינו שימוש בפרמטרים הבאים:
- שערי החליפין בין המטבעות השונים:

ש"ח/יורו	תאריך
4.2735	31/3/2015
4.7253	6/01/2015

- מועד הפרדת הנגזרים (Day1) - 06.01.2015.

- ריביות - בעבודה עשינו שימוש בריביות סוואפ לתאריכים המתאימים. הריבית השקלית מבוססת על עסקאות להחלפת ריבית שקלית קבועה בריבית התלבור המשתנה. הריבית ביורו מבוססת על עסקאות להחלפת ריבית יורו קבועה בריבית היורבור (Euribor).
- מרווח בסיס (Basis Spread) - לצורך חישוב השערים הצפויים בנגזרי המט"ח ביצענו התאמה לריבית השקלית ולריבית היורו בשיעורים המתקבלים מעסקאות החלפה.

תוצאות הערכת השווי

28. להלן תוצאות הערכת שווי הנגזרים המשובצים ליום 31.3.2015 (באלפי ש"ח) :

-144,072	נגזר הכנסה
27,456	נגזר - שפיר
-116,616	סך הכל

29. השווי המוצג כולל את השפעת ההסתברות להשלמת הכמויות והחווה בפרויקט בשיעור של כ-82%, כפי שהוערכה על ידי הנהלת המזמינה.

ניתוח רגישות

30. להלן ניתוח רגישות לשווי הנגזרים המשובצים ליום 31.3.2015 (באלפי ש"ח) ביחס לשינוי בשער החליפין ש"ח//יורו :

שינוי בשער החליפין	+10%	+5%	+2%	שווי הוגן	-2%	-5%	-10%
נגזר הכנסה	-16,567	-80,320	-118,571	-144,072	-169,573	-207,825	-271,577
נגזר - שפיר	3,380	15,418	22,640	27,456	32,271	39,493	51,531
סך הכל	-13,187	-64,902	-95,931	-116,616	-137,302	-168,331	-220,046