

29 בינואר 2017

לכבוד

מחלקת תאגידים - לידי עו"ד סיון חן

רשות ניירות ערך

רח' כנפי נשרים 22

ירושלים

א.ג.נ.,

**הנדון: פנייה מקדמית בקשר עם הטיפול החשבונאי בכתבי אופציה של איתמר מדיקל בע"מ**

**כללי**

איתמר מדיקל בע"מ (להלן: "החברה") התאגדה בחודש ינואר 1997 כחברה פרטית בישראל. החברה עוסקת במחקר, פיתוח, ייצור, שיווק, מכירה והשכרה של מכשירים רפואיים לא פולשניים מבוססי פלטפורמת סיגנל ה-PAT™ (להלן: "PAT") ושל שירותי תמיכה נלווים למכשירים אלו, לצורכי אבחון של מחלות שונות לרבות מחלות קרדיולוגיות והפרעות נשימה בשינה. בחודש מרס 2007, הנפיקה החברה לראשונה ניירות ערך בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ (להלן: "הבורסה"), על פי תשקיף שפורסם ביום 27 בפברואר 2007.

הדוחות הכספיים של החברה כוללים שני סוגים של כתבי אופציה שהונפקו, כתבי אופציה (סדרה 4) (סחירות) וכן אופציות שהונפקו לקרן ויולה (בלתי סחירות) שהינן בעלות תנאים דומים לכתבי אופציה (סדרה 4). אופציות אלו (הסחירות והבלתי סחירות) מטופלות כהתחייבות פיננסית ונמדדות בשווי הוגן דרך רווח והפסד בכל תאריך חתך, כיוון שתוספת המימוש של האופציות נקובה בשקלים ואילו מטבע הפעילות של החברה הוא הדולר של ארה"ב (להלן: "דולר") ולפיכך תוספת המימוש למעשה אינה קבועה, כאמור בהוראות IAS 32.

מטרת פנייה מקדמית זו הינה לקבל את הסכמת סגל רשות ניירות ערך לשינוי באופן מדידת השווי ההוגן של האופציות האמורות נכון ליום 31 בדצמבר 2016 בהשוואה לתקופות קודמות, כמפורט להלן.

**רקע ועובדות**

אופציות ויולה - במסגרת הסכם שנחתם בחודש אוגוסט 2015 בין החברה לבין תאגיד מקבוצת קרן ויולה (להלן: "ויולה"), הוקצו לויולה, כחלק מעסקת חבילה, 66,876,907 מניות רגילות, רשומות על שם, בנות 0.01 ש"ח ערך נקוב כל אחת של החברה (להלן: "מניות רגילות") במחיר של 1.449 ש"ח למניה וכן 33,438,454 אופציות לא סחירות (מתוכן 31,950,380 בשנת 2015 ו-1,488,074 בשנת 2016).



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

כל אופציה ניתנת למימוש למניה רגילה אחת כנגד מחיר מימוש כדלקמן: במשך 21 החודשים הראשונים מחיר המימוש הוא 1.642 ש"ח ובמשך 21 החודשים הנותרים מחיר המימוש יעלה ל-1.745 ש"ח. ויולה תהיה רשאית לממש את האופציות בדרך של cash-less. האופציות יפקעו במועד המוקדם מבין: (א) חלוף 42 חודשים; (ב) במקרה של הנפקה לציבור בשווי חברה (לפני הכסף) של לפחות 250 מיליון דולר; או (ג) במקרה של אירוע מיזוג או מכירת מניות אשר ישקף שווי חברה של לפחות 250 מיליון דולר ושתוצאתו תהא שבעלי המניות בחברה קודם לאירוע כאמור יחזיקו בפחות מרוב זכויות ההצבעה בחברה השורדת/נמכרת.

**כתבי אופציה (סדרה 4) - ביום 2 בדצמבר 2015**, פרסמה החברה דוח הצעת מדף בהתאם לתשקיף מדף מיום 13 בפברואר 2013, כפי שתוקן ביום 21 בפברואר 2013. בהתאם לדוח הצעת המדף הוצעו 21,399,350 מניות רגילות של החברה ו-10,699,675 כתבי אופציה (סדרה 4) של החברה הניתנים למימוש ל-10,699,675 מניות רגילות. ניירות הערך המוצעים הוצעו בדרך של זכויות לבעלי המניות של החברה, אשר היו רשומים במרשם בעלי המניות של החברה ביום 14 בדצמבר 2015 (היום הקובע) באופן שבגין כל 576 מניות רגילות היה זכאי בעל מניות החברה ליחידת זכות אחת שמורכבת מ-50 מניות רגילות ו 25 כתבי אופציה (סדרה 4), שה"כ מחיר ליחידת זכות הינו 72.45 ש"ח.

כתבי האופציה שהונפקו ניתנים למימוש למניה רגילה בתוספת מימוש של 1.642 ש"ח (לא צמוד), ב-21 חודשים הראשונים ו-1.745 ש"ח (לא צמוד) ב-21 החודשים הנוספים.

למעשה, תנאי כתבי האופציה (סדרה 4) הינם זהים במהותם לאופציות שהונפקו במסגרת סדרת ויולה, למעט האפשרות שיש בסדרת ויולה לממש את האופציות בדרך של cash less וכן פקיעת האופציות של ויולה במידה שארע אירוע הנפקה, מיזוג או מכירה בשווי של 250 מיליון דולר, שכתוצאה ממנו שבעלי המניות בחברה קודם לאירוע כאמור יחזיקו בפחות מרוב זכויות ההצבעה בחברה השורדת/נמכרת. הבדל זה בתנאי המימוש המוקדם של האופציות שהונפקו לקרן ויולה אינו אפקטיבי ואינו מהותי לשווי האופציות לדעת הנהלת החברה, כפי שבא לידי ביטוי גם בהערכת השווי של האופציות אשר בוצעה על ידי מעריכי שווי בלתי תלויים (כאמור בנספח ב, לפניו זו).

במועד הנפקתן של האופציות שהונפקו לויולה (5 בנובמבר 2015) חושב השווי ההוגן של האופציות תוך שימוש במודל הבינומי ובהתבסס על שיעור ריבית חסרת סיכון 0.61%, מחיר מניה 1.510 ש"ח וסטיית תקן של מחיר המניה 59.9%.

בעקבות הנפקתן של כתבי האופציה (סדרה 4), השווי ההוגן של האופציות שהונפקו לויולה, כמו גם השווי ההוגן של כתבי האופציה (סדרה 4), נקבע ליום 31 בדצמבר 2015 לפי מחיר השווי שוק מצוטט של כתבי האופציה (סדרה 4), לאור העובדה שהאופציות שהונפקו לויולה הינם במהותם בעלי תנאים זהים לכתבי האופציה (סדרה 4), כאמור לעיל (סווגו תחת רמה 2 כאמור בהוראות IFRS 13), וכן לאור כך שהתקיים שוק פעיל כהגדרתו כ-IFRS 13 בסדרת כתבי האופציה (סדרה 4) בתקופה שלאחר הנפקתן (כתבי האופציה (סדרה 4) שהונפקו נרשמו למסחר מספר ימים לאחר ההנפקה - ביום 3 בינואר 2016).



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

במהלך שנת 2016, חלה ירידה בנפח ובתדירות הסחירות של כתבי האופציה (סדרה 4) כפי שבאה לידי ביטוי בטבלה שלהלן המפרטת את תדירות ונפח הסחירות של רבעונים 1 - 4 לשנת 2016:

רבעון 4	רבעון 3	רבעון 2	רבעון 1	
16%	28%	34%	80%	אחוז ימי מסחר פעילים
31	61	86	686	מספר עסקאות שבוצעו לתקופה
84,377	106,965	186,157	672,952	מחזור מסחר (בש"ח) לתקופה
0.025%	0.032%	0.057%	0.190%	אחוז מחזור מסחר לתקופה משווי החברה
1,507	1,671	3,052	10,515	מחזור מסחר יומי ממוצע (בש"ח)
111,707	111,426	386,562	2,630,589	מחזור מסחר (ביחידות) לתקופה

- מהטבלה לעיל ניתן לראות כי ברבעון הראשון לשנת 2016 תדירות ונפח המסחר באופציות גבוה וקיים שוק פעיל לכתבי האופציה (סדרה 4). בוצעו הרבה עסקאות בתקופה ומחזור המסחר היומי הממוצע עמד על 10,514 ש"ח, כמו כן, אחוז ימי המסחר הפעילים גבוה ועומד על כ-80%. בהתאם, השווי ההוגן של כל כתב אופציה עמד על סך של 0.274 ש"ח ו-0.545 ש"ח לימים 31 בדצמבר 2015 ו-31 במרס 2016, בהתאמה.
- ברבעון השני לשנת 2016, ניתן לראות כי תדירות ונפח המסחר בכתבי האופציה (סדרה 4) יורדים משמעותית (במיוחד, בחודש יוני 2016, בו בוצעה עסקאות בודדות), אולם לדעת החברה, עדיין קיים שוק פעיל לכתבי האופציה (סדרה 4), בשים לב, בין היתר, לכך שמחזור המסחר היומי הממוצע ברבעון זה היה מעל 2,000 ש"ח. בהתאם, השווי ההוגן של כל אופציה עמד על סך של 0.87 ש"ח ליום 30 ביוני 2016.
- ברבעון השלישי לשנת 2016, המשיכה הירידה המשמעותית תדירות ונפח המסחר בכתבי האופציה (סדרה 4) כאשר למעשה, ניתן לראות מסחר יחסית פעיל רק בחודש אוגוסט 2016. אחוז ימי המסחר הפעילים המשיך להיות נמוך, כפי שהיה ברבעון השני לשנת 2016 (בסביבות 30%) ומחזור המסחר היומי הממוצע ירד לרמה של 1,671 ש"ח. הנהלת החברה שקלה את המשך ההסתמכות בתקופת ביניים זו על המחיר המצוטט, לרבות האפשרות לסטות ממחיר זה תוך שימוש בהערכת שווי. לאור הפעילות הגבוהה באופן יחסי בסחירות המנייה במהלך חודש שלם, אשר הצביעה על מחיר בשוק פעיל במהלך חודש במהלך הרבעון, לאור אי הוודאות ששררה למועד הדיווח, לעניין השאלה האם מדובר בירידה זמנית או שאינה זמנית בהיקף המסחר וכן לאור כך שמחיר המנייה של החברה עלה מאותו חודש בה נרשמה פעילות גבוהה יחסית



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

בסחירות האופציות, החליטה הנהלת החברה להמשיך ולהסתמך על המחיר המצוטט של כתבי האופציה בהתאם לאמור ב-IFRS 13, תחת סיווגו כרמה 2 ובשים לב לכך, שכאשר ראייה מצביעה על כך שעסקה היא רגילה, יש להביא בחשבון את מחיר עסקאות אלו. בהתאם, השווי ההוגן של כל אופציה נקבע על סך של 1.16 ש"ח ליום 30 בספטמבר 2016.

- ברבעון הרביעי לשנת 2016, חלה שוב ירידה משמעותית גם בנפח וגם בתדירות המסחר בכתבי האופציה (סדרה 4) למעשה, התבצעו עסקות בכתבי האופציה ב-9 ימים בלבד מתוך 56 ימי מסחר פעילים ואחוז ימי המסחר הפעילים עומד על כ-16% בלבד ברבעון. כמו כן, התבצעו 31 עסקאות בלבד במצטבר לתקופה, כאשר מחזור המסחר עמד על 84,377 ש"ח ועל 111,707 יחידות בלבד מתוך 6,438,152 כתבי האופציה (סדרה 4) הרשומים למסחר ובנוסף, מחזור המסחר היומי הממוצע היה נמוך מ-2,000 ש"ח ועמד על 1,507 ש"ח, מנתונים אלה נראה כי גם נפח המסחר וגם תדירות המסחר נמוכים מאוד ולכן לדעת החברה מצביעים על כך שאין שוק פעיל לכתבי האופציה (סדרה 4), אף לא למשך חודש בתוך הרבעון ובנוסף התחשבה החברה בכך שזהו רבעון שני ברציפות בו נפח העסקאות והתדירות נמוכים במיוחד, מצב שממשיך גם נכון לחודש ינואר 2017. מעבר לכך, במהלך הרבעון הרביעי, ניתן לראות כי גם נוצרה שונות משמעותית במחירי העסקאות שבוצעו כאשר המחיר לעסקה הנמוך ביותר עמד על 0.442 ש"ח ואילו הגבוה ביותר עמד על 1.34 ש"ח (עסקאות שבוצעו בנפחים בלתי משמעותיים). לפיכך, הנהלת החברה בדעה כי לא ניתן לקבוע עוד את השווי ההוגן בהסתמך על המחיר המצוטט בשוק.
- נספח א' לפנייה זו כולל טבלה המפרטת את המסחר בכתבי האופציה (סדרה 4) בשנת 2016 בכל אחד מהרבעונים כאמור לעיל.
- בנוסף לכך, יש לציין כי למעשה, השווי המצוטט של כתבי האופציה נכון לרבעון האחרון לשנת 2016 ואף בתקופות קודמות לו מגלם סטיית תקן שאינה כלכלית ואינה מתיישבת עם השונות במחירי מניית החברה. נכון לשער הנעילה של כתבי האופציה (סדרה 4) ליום 31 בדצמבר 2016, שווי כתבי האופציה עומד על 134.1 אגורות ושווי זה משקף סטיית תקן של כ-220%, כאמור בהערכת השווי שהתבצעה על ידי מעריכי שווי בלתי תלויים (כאמור בנספח ב' לפנייה זו). זאת בעוד שסטיית התקן של המניה לתקופה מתאימה הינה כ-41%.

#### הסוגיה החשבונאית

האם ראוי למדוד את האופציות בהתייחס לשוויין המצוטט בשוק נכון ליום 31 בדצמבר 2016 או האם יש לאמוד את שוויין באמצעים אחרים?

#### דיון וניתוח חשבונאי

תקן חשבונאות בינלאומי 39 (להלן: "IAS 39") קובע כי התחייבויות פיננסיות שהונפקו ימדדו לראשונה בשווי הוגן. נגזרים יימדדו בשווי הוגן דרך רווח והפסד מידי תקופה.



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

כתבי האופציה (סדרה 4) הסחירים וכן האופציות הבלתי סחירות שהונפקו לוילוח מהווים מכשיר פיננסי נגזר, אשר נמדד בשווי הוגן דרך רווח והפסד מידי תקופה בהתאם ל-IAS 39, כאמור לעיל. סעיף 48 ל-IAS 39 קובע 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..." (ההדגשה אינה במקור). מהאמור, ניתן להבין כי הראיה הטובה ביותר לשווי הוגן היא מחירים מצוטטים בשוק פעיל בין השאר מאחר שההנחה היא כי העסקאות בשוק פעיל משקפות מחירי עסקה הנובעים משיקולים עסקיים רגילים.

בהתאם לסעיף 38, "אם ישות מגיעה למסקנה כי חלה ירידה משמעותית בנפח או ברמה של הפעילות בנכס או בהתחייבות ביחס לפעילות שוק רגילה בנכס או בהתחייבות (או בנכסים דומים או בהתחייבויות דומות) נדרש ניתוח נוסף של העסקאות או של המחירים המצוטטים. ירידה בנפח או ברמה של הפעילות כשלעצמה יכולה שלא להצביע שמחיר העסקה או שהמחיר המצוטט אינו מייצג שווי הוגן או שעסקה באותו שוק אינה רגילה. אולם, אם ישות קובעת שעסקה או מחיר מצוטט אינו מייצג שווי הוגן (לדוגמה יכולות להיות עסקאות שאינן רגילות) תיאום לעסקאות או למחירים מצוטטים יהיה נחוץ אם הישות משתמשת במחירים אלה כבסיס למדידת שווי הוגן ותיאום זה יכול להיות משמעותי למדידת שווי הוגן בכללותה. תיאומים יכולים להיות נחוצים גם בנסיבות אחרות (לדוגמה כאשר מחיר עבור נכס דומה דורש תיאום משמעותי כדי להפוך אותו לניתן להשוואה לנכס הנמדד או כאשר המחיר הוא אינו עדכני)".

בנוסף לאמור, קובעת פסקה 40 כי "אם חלה ירידה משמעותית בנפח או ברמה של הפעילות בנכס או בהתחייבות, שינוי בטכניקת הערכה או בשימוש של טכניקות הערכה מרובות עשוי להיות מתאים (לדוגמה השימוש בגישת שוק ובטכניקת ערך נוכחי)".

כאמור לעיל, החברה קבעה את שווי כתבי האופציה (סדרה 4) ואופציות וילוח לרבעונים הראשון עד השלישי לשנת 2016 בהתבסס על המחיר המצוטט בשוק של כתבי האופציה (סדרה 4), זאת על אף הירידה המשמעותית בנפח ותדירות הסחירות של האופציות. כמו כן, כאמור בחלק הרקע והעובדות, האופציות שהונפקו לוילוח דומות במהותן לכתבי האופציה (סדרה 4) ולכן השווי שלהן נקבע בהתאם למחיר המצוטט בשוק של כתבי האופציה (סדרה 4) (כאמור לעיל, ההבדלים בין שני סוגי האופציות אינם מהותיים לשוויים, כפי שבא לידי ביטוי גם בהערכת השווי של האופציות אשר בוצעה על ידי מערכי שווי בלתי תלויים כאמור בנספח ב, לפנייה זו).

יחד עם זאת, ברבעון הרביעי לשנת 2016, כאמור לעיל וכפי שניתן לראות לעיל מהטבלה האמורה בנספח א' לפנייה זו, מספר העסקאות שנעשו באופציות הינו **נמוך מאוד** ועומד על 31 עסקאות במצטבר בלבד לרבעון, המחזוריים הינם נמוכים מאוד (מחזור המסחר עמד על 84,377 ש"ח ועל 111,707 יחידות בלבד מתוך 6,438,152 כתבי אופציה הרשומים למסחר) וכן מחזור המסחר היומי הממוצע היה נמוך מ-2,000 ש"ח ועמד על 1,507 ש"ח. כמו כן, התבצעו עסקאות כתבי האופציה (סדרה 4) ב-9 ימים בלבד מתוך 56 ימי מסחר פעילים ואחוז ימי מסחר פעילים לרבעון הרביעי עמד על 16.07%.



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

בנוסף לכך, מחיר כתבי האופציה כפי שמשקף בעסקאות אינו סביר לדעת החברה ולכן אינו משקף את השווי הכלכלי של כתבי האופציה, בהתייחס לחוסר הסבירות של סטיית התקן הגלומה ליום 31 בדצמבר 2016 מהשווי המצוטט של האופציות. הווה אומר, סטיית תקן גלומה של כ-220% (כאמור בהערכת השווי שהתבצעה על ידי מעריכי שווי בלתי תלויים - ראו בנספח ב' לפנייה זו), זאת בעוד שסטיית התקן של המנייה לתקופה מתאימה נמוכה משמעותית מכך (כ-41%), כאמור לעיל.

סעיף 77 ל-IFRS 13, קובע כי מחיר מצוטט בשוק פעיל (רמה 1 בהיררכיית השווי ההוגן) מספק את הראיה המהימנה ביותר לשווי הוגן ויש להשתמש בו ללא תיאום כדי למדוד שווי הוגן בכל עת שהוא ניתן להשגה. במידה ולא קיים מחיר מצוטט בשוק פעיל יש להשתמש בטכניקות הערכה אחרות אשר ימקסמו את הנתונים הרלוונטיים אשר ניתנים לצפייה.

נספח א ל-IFRS 13 מגדיר שוק פעיל כשוק שבו עסקאות של הנכס או של ההתחייבות מתרחשות בתדירות מספיקה ובהיקף מספיק כדי לספק מידע לגבי תמחור על בסיס מתמשך.

כאמור לעיל, כיוון שתדירות והיקף העסקאות כתבי האופציה (סדרה 4) אינן מספיקות, לדעת החברה, כדי לספק מידע מתמשך לגבי תמחור, שכן מספר העסקאות הוא זניח (31 עסקאות בתקופה של רבעון) והיקף העסקאות זניח אף הוא (בוצעו עסקאות ב-111,707 כתבי אופציה בלבד מתוך 6,438,152 כתבי אופציה קיימים) לא מתקיים שוק פעיל לגבי כתבי האופציה (סדרה 4) לרבעון הרביעי לשנת 2016. לפיכך, כאמור בסעיף 77 ובסעיף 40 ל-IFRS 13 יש להשתמש בטכניקת הערכה על מנת לקבוע את השווי ההוגן של האופציות ובכך להתנתק מהמחיר המצוטט של כתבי האופציה (סדרה 4) נכון ליום 31 בדצמבר 2016.

לצורך קביעה זו, הסתמכה החברה, בין היתר, על דוח רשות ניירות ערך מאוגוסט 2016 בנושא "הערכות שווי של חברות הזנק: ממצאים מתוך סקירות שנערכו על ידי סגל רשות ניירות ערך", מפרט מספר מקרים בהם חברות הזנק התנתקו ממחיר מצוטט בשוק פעיל כיוון שהן הראו כי המסחר בנייר ערך אינו עולה לכדי שוק פעיל<sup>1</sup>. במקרים אליהם התייחס סגל הרשות במסמך זה חברות אשר סטו משוק מצוטט עשו זאת בטענה להיקפי מסחר זניחים בנייר שהשתקפו במחזור מסחר שעמד על סכום נמוך של עשרות אלפי שקלים במצטבר וכן על אחוז מאוד נמוך משווי החברה ליום. בנוסף נטען כי במרבית ימי המסחר כלל לא היה מסחר בנייר ובימים בהם היה מסחר, המחזורים היו נמוכים מאוד ועמדו על סכומים נמוכים מ-2,000 ש"ח. בנוסף היה ניתן להדגים באופן אובייקטיבי יחסית כי המחיר בו נסחר הנייר היה בלתי כלכלי. לדעת החברה, ניתן להראות כי תדירות המסחר וכן היקף המסחר באופציה הוא נמוך מאוד כפי שפורט לעיל וכן ניתן להראות באופן אובייקטיבי כי המחיר בו נסחרת האופציה הוא בלתי כלכלי כפי שנטען לעיל.

כמו כן, ביום 22 בפברואר 2012, הופנתה לרשות ניירות ערך פנייה מקדמית של חברת פרו-סיד, קרן הון סיכון בע"מ, בקשר עם הטיפול החשבונאי בכתבי אופציה של פרו-סיד. בפנייה חברת פרו-סיד טענה כי לא קיים שוק פעיל לאופציות כיוון שבוצעו מספר מועט מאוד של עסקאות, מספר האופציות בכל עסקה היה נמוך מאוד

<sup>1</sup> יש לציין כי בהחלטת אכיפה 0214-02 של ה-ESMA (רשות ניירות ערך האירופאית) שפורסמה בחודש דצמבר 2012, נקבעו אינדיקטורים לקביעת קיומו של שוק פעיל, אשר דומים לאינדיקטורים המיושמים להבנתנו על ידי סגל רשות ניירות ערך, כפי שפורסמו במסגרת כנסים שונים, במסגרת תשובת סגל הרשות לפנייה מקדמית של חברת פרו-סיד כאמור להלן, וכן בדוח הממצאים האמור.



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

ומחזור המסחר היה דל ביותר. כמו כן נטען כי השונות שנוצרה בשווי האופציה כתוצאה מאותן עסקאות מועטות הייתה גבוהה מאוד. בנוסף, יש לציין, כי היה ניתן להדגים במקרה האמור באופן אובייקטיבי יחסית כי המחיר בו נסחר הנייר היה בלתי כלכלי. (פניה זו והתשובה לה פורסמו באתר רשות ניירות ערך).

### **סיכום ומסקנות**

בהמשך לכל האמור לעיל ולנתונים שהוצגו, ניתן לראות בבירור כי תדירות המסחר ב כתבי האופציה (סדרה 4) ונפח המסחר בכתבי האופציה ברבעון הרביעי של שנת 2016 הינו נמוך מאוד. מהנתונים שהוצגו ניתן לראות כי תדירות ונפח העסקאות באופציות ירדו לאורך שנת 2016, כאשר ברבעון הרביעי הייתה ירידה משמעותית בתדירות ונפח המסחר בכתבי האופציה עד לכדי כך שלא התקיים שוק פעיל בכל הרבעון, אף לא לתקופה של חודש ועל כן, כאמור בין היתר בפסקה 38 ל-IFRS 13, לא ניתן לומר כי הירידה בנפח או ברמה של הפעילות כשלעצמה יכולה שלא להצביע שמחיר העסקה או שהמחיר המצוטט אינו מייצג שווי הוגן.

בהתאם לכך, לדעת החברה נכון ליום 31 בדצמבר 2016, כתבי האופציה (סדרה 4) שהונפקו אינן נסחרות בשוק פעיל והשווי המצוטט שלהן הינו בלתי כלכלי ולכן לא נאות למדוד את השווי ההוגן של האופציות בהתאם לשווי המצוטט. לפיכך, יש לבצע שימוש בטכניקות הערכה אחרות. בכוונת החברה לקבוע את השווי ההוגן של כתבי האופציה (סדרה 4) בטכניקת הערכה אחרת החל מיום 31 בדצמבר 2016.

בהקשר זה, בהתאם להערכת שווי בלתי תלויה, כאמור בנספח ב' לפניה זו, השווי ההוגן שנקבע ליום 31 בדצמבר 2016 הינו 0.44 ש"ח (שיסווג במסגרת רמה 3 תחת הוראות IFRS 13). שווי זה חושב תוך שימוש במודל הבינומי ובהתבסס על שיעור ריבית חסרת סיכון 0.43%, מחיר מניה 1.487 ש"ח וסטיית תקן של מחיר המניה 57.86%.

### **בקשת החברה**

החברה מבקשת לקבל את עמדת סגל רשות ניירות ערך לגבי הטיפול החשבונאי המוצע בפנייה מקדמית זו. החברה מתחייבת כי תודיע לרשות ניירות ערך מראש על אימוץ עמדה השונה מזו שבאה לידי ביטוי בתשובתה לפנייה זו. החברה מודעת לכך כי יתכן שהפנייה ותשובת הרשות לה יפורסמו בנוסחן המלא באתר הרשות.

האמור בפניה מקדמית זו הינו לאחר התייעצות ובהסכמת רואי החשבון המבקרים של החברה, KPMG סומך חייקין.

**בכבוד רב,**

**יוסף טנא**

**סמנכ"ל כספים**

**איתמר מדיקל בע"מ**

העתק: סומך חייקין, רואי חשבון



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598

US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

**נספח א' - המסחר באופציות לשנת 2016**

בתאריכים שאינם מצוינים בטבלה לעיל לא בוצעו עסקאות באופציות כלל (הן בתוך המסחר בבורסה והן מחוץ לה).

מחיר מניה	שער נעילה (באגורות)	שער פתיחה	מחזור ביחידות	מחזור מסחר(ש"ח)	מספר עסקאות	הון רשום למסחר	תאריך
160.9	75.1	80.5	12584	9444	4	6438152	23/01/2017
149.5	134	134.1	1	1	1	6438152	02/01/2017
148.7	134.1	134.2	3011	4036	6	6,438,152	29/12/2016
145.7	123.2	120	3418	4210	3	6,438,152	28/12/2016
141.3	120	120	2200	2640	1	6,438,152	13/12/2016
141.2	120	44.9	1955	2346	3	6,438,152	12/12/2016
140.7	44.9	65	50	33	1	6,438,152	11/12/2016
136.2	44.2	122.3	65275	28866	6	6,438,152	08/12/2016
128.4	122.3	117	6010	7352	4	6,438,152	28/11/2016
124	117	117	25641	30000	3	6,438,152	27/11/2016
118.1	118	116	4147	4894	4	6,438,152	13/10/2016
120.6	116	114.6	2890	3351	3	6,438,152	28/08/2016
119.9	114.6	116	1593	1825	3	6,438,152	24/08/2016
126	116	116	2100	2436	3	6,438,152	18/08/2016



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
 US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)



128.2	116	116	2155	2500	1	6,438,152	17/08/2016
122.2	116	114.4	1422	1650	1	6,438,152	15/08/2016
121.1	114.4	112	3364	3848	3	6,438,152	11/08/2016
129.3	112	108.2	1400	1568	1	6,438,152	09/08/2016
129.8	108.2	108.8	6559	7095	6	6,438,152	08/08/2016
132.7	108.8	103.5	14533	15808	10	6,438,152	04/08/2016
134.4	103.5	101	4255	4403	4	6,438,152	03/08/2016
142	101	97.5	2833	2861	2	6,438,152	02/08/2016
141.6	97.5	93.1	5200	5072	3	6,438,152	31/07/2016
136.2	93.1	85.5	3422	3184	2	6,438,152	28/07/2016
133.6	85.5	90.8	49564	42382	12	6,438,152	27/07/2016
128.8	90.8	90	1700	1544	1	6,438,152	26/07/2016
128	90	89.3	1700	1530	1	6,438,152	25/07/2016
127.1	89.3	87.1	1911	1706	2	6,438,152	14/07/2016
126.3	87.1	87	4825	4202	3	6,438,152	04/07/2016
120.6	87	84.1	2500	2175	1	6,438,152	23/06/2016
128	84.1	75.5	13800	11606	6	6,438,152	25/05/2016
123.3	75.5	72.5	3211	2424	2	6,438,152	23/05/2016



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
 US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

120.8	72.5	71	1689	1225	1	6,438,152	22/05/2016
120	71	70	1600	1136	1	6,438,152	19/05/2016
119.4	70	68	1611	1128	1	6,438,152	16/05/2016
125	68	65	2200	1496	1	6,438,152	10/05/2016
123.6	65	66	8342	5422	2	6,438,152	08/05/2016
124.7	66	64.7	4522	2985	2	6,438,152	02/05/2016
126.9	64.7	64	24553	15880	5	6,438,152	01/05/2016
126.1	64	63.7	1600	1024	1	6,438,152	27/04/2016
127.2	63.7	62.3	4500	2868	2	6,438,152	26/04/2016
128.5	62.3	60	3622	2256	4	6,438,152	25/04/2016
133.4	60	55.2	6900	4140	3	6,438,152	20/04/2016
134	55.2	54	22579	12454	17	6,438,152	19/04/2016
130.1	54	50.1	3203	1728	2	6,438,152	17/04/2016
130	50.1	46.1	10161	5092	7	6,438,152	13/04/2016
131.1	46.1	40	4500	2075	2	6,438,152	12/04/2016
131.1	40	58.1	248069	98961	17	6,438,152	11/04/2016
130.6	58.1	57	15200	8828	7	6,438,152	06/04/2016
133.9	57	54.5	2200	1254	2	6,438,152	05/04/2016



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
 US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

133.1	54.5	53.5	4000	2178	2	6,438,152	31/03/2016
138.3	53.5	53.6	14494	7749	10	6,438,152	29/03/2016
132.8	53.6	54	20140	10801	7	6,438,152	28/03/2016
133.8	54	51.1	9297	5024	6	6,438,152	27/03/2016
136.1	51.1	50	25661	13103	8	6,438,152	21/03/2016
133	50	50.6	1600	800	1	6,438,152	17/03/2016
133.7	50.6	51.3	117	48	1	6,438,152	16/03/2016
131.1	51.3	49.6	19899	10200	11	6,438,152	15/03/2016
133	49.6	50	37346	18519	17	6,438,152	14/03/2016
133.2	49.3	46.7	31267	15412	15	6,438,152	13/03/2016
134.9	46.7	49.9	500	250	1	6,438,152	09/03/2016
139.1	45.3	40	12700	5752	5	6,438,152	08/03/2016
139.2	40	40	4708	1883	3	6,438,152	07/03/2016
138.5	40	40	68237	27277	7	6,438,152	06/03/2016
137.2	37.5	35	32362	11980	13	6,438,152	03/03/2016
136.9	35	34.3	1789	625	4	6,438,152	02/03/2016
134.7	34.3	33	2655	909	2	6,438,152	01/03/2016
125.6	33	32	166905	53161	17	6,438,152	29/02/2016



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
 US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

125.6	31.4	28.8	19533	6137	3	6,438,152	28/02/2016
125.5	28.8	22	124090	35981	15	6,438,152	25/02/2016
129.6	25.5	23	16777	4272	9	6,438,152	24/02/2016
133.9	24.9	20.5	503682	116484	61	6,438,152	23/02/2016
135.1	20.5	23.8	84262	17253	28	6,438,152	22/02/2016
140	23.8	19.4	1400	333	1	6,438,152	16/02/2016
138.8	19.4	18.1	7671	1488	2	6,438,152	15/02/2016
135.2	18.1	22	41272	7821	12	6,438,152	14/02/2016
135	19.5	24.3	98443	20403	34	6,438,152	11/02/2016
140.5	22.2	25.8	12314	2737	8	6,438,152	10/02/2016
134.8	23.1	26.5	60156	14262	18	6,438,152	09/02/2016
135.1	26.5	28.7	36400	9646	4	6,438,152	08/02/2016
142.1	28.7	23.4	1500	431	2	6,438,152	03/02/2016
141.6	23.4	25	17057	3987	10	6,438,152	02/02/2016
140.1	22.7	22.7	2000	454	1	6,438,152	01/02/2016
140.3	22.7	19.2	3178	721	3	6,438,152	31/01/2016
138	19.2	18.8	23034	4433	16	6,438,152	28/01/2016
130.9	18.2	18	20406	3723	16	6,438,152	27/01/2016



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
 US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

128	18	18.5	62610	11373	26	6,438,152	26/01/2016
128.8	18.5	20	36800	6878	24	6,438,152	25/01/2016
128.7	18.9	16.2	69302	13568	32	6,438,152	24/01/2016
127.2	21.8	17.7	8945	1946	7	6,438,152	21/01/2016
128.5	17.7	19.8	159755	29232	50	6,438,152	20/01/2016
130.5	18.6	25	474155	94821	72	6,438,152	19/01/2016
135.2	25	30.9	56535	14176	5	6,438,152	13/01/2016
139.1	30.9	30.9	1	0	1	6,438,152	12/01/2016
139.9	30.9	29.4	2000	618	1	6,438,152	11/01/2016
140	29.4	27.6	6809	2001	5	6,438,152	10/01/2016
138.3	30.2	30.2	200	60	1	6,438,152	07/01/2016
138.8	30.2	29	10001	3016	6	6,438,152	06/01/2016
145.4	29	27.4	6417	1860	3	6,438,152	05/01/2016
144.8	27.4	27.4	9600	2630	9	6,438,152	04/01/2016
145	27.4	31.9	200607	54536	71	6,438,152	03/01/2016



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
 US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)



**Itamar Medical Ltd.**

9 Halamish St. P.O Box 3579, Caesarea 3088900, Israel | T: +972-4-617-7000 | F: +972-4-627-5598  
US Toll Free: 1-800-206-6952 | [www.itamar-medical.com](http://www.itamar-medical.com)

Advisory

# איתמר מדיקל בע"מ

## הערכת שווי כתבי אופציה

ינואר 2017  
*Strictly Private  
and Confidential*

טיוטה לדיון בלבד

ינואר 2017

לכבוד, איתמר מדיקל בע"מ

פרייסוואטרהאוסקופרס ייעוץ בע"מ  
מגדל הסחר, המרד 25 תל אביב  
68125  
ת.ד. 452 תל אביב 61003  
טלפון: 03-7954588  
פקס: 03-7954789



### הנדון: מתן שירותי הערכת שווי

בהתאם לבקשתכם, ביצענו הערכה של כתבי האופציות ("כתבי האופציות") שהונפקו על ידי איתמר מדיקל בע"מ ("איתמר מדיקל" או "החברה") ביום 5 בנובמבר, 2015 ("מועד ההנפקה") לקרן ויולה ולציבור ("כתבי אופציה סדרה 4") על פי המודל הבינומי ליום 31 בדצמבר 2016 ("מועד ההערכה").

תוצאות עבודתנו מוצגות במסמך המצורף בזאת.

חוות דעתנו אינה קובעת את אופן הטיפול החשבונאי בכתבי האופציות ואת אופן אמידתם בדוחות הכספיים של איתמר מדיקל. אופן האמידה כאמור יקבע על ידי הנהלת איתמר מדיקל (על פי מחיר שוק או על פי שיטת הערכה).

הערכת השווי תשמש למטרות דיווח חשבונאי בלבד. לפיכך, אין להשתמש בהערכת השווי לכל מטרה אחרת.

יודגש כי איתמר מדיקל לא תוכל לעשות שימוש בעבודה, במידע ו/או בתוצרים הנמסרים לה על ידינו, כולם או חלקם ללא קבלת אישורינו מראש לכך.

ברצוננו לציין, כי אין לנו עניין אישי בניירות הערך של החברה.

בשום מקרה, אלא אם כן נקבע באופן סופי ש-PricewaterhouseCoopers Advisory Ltd ("PwC Israel") פעלה ברשלנות חמורה או בהתנהגות פסולה בזדון מצידה, לא תישא PwC Israel באחריות כלפי החברה, או כלפי מי ממנהליה, דירקטורים, עובדים, או בעלי המניות שלה, או כלפי צד שלישי אחר, בין אם בעילה נזיקית, חוזית או כל תביעה או עילה אחרת לכל סכום שהוא מעבר לשלוש פעמים שכר הטרחה ששולם לנו על-ידי החברה במסגרת מכתב ההתקשרות, בקשר עם השירות המסוים אליו נוגעת התביעה.





---

מכיוון ש – PwC Israel אינה אחראית בכל דרך כלפי צדדים שלישיים בכל הנוגע לשירותים ולתוצר, החברה מסכימה לשפות את PwC Israel ולשחרר אותה מכל חבות, בנוגע לכל תביעה ו/או דרישה של צד שלישי הנובעת ממתן השירותים ו/או מהתוצר שיופקו מכח הסכם זה, ובנוגע לכל הנזקים, ההסדרים, ההפסדים, החבויות, העלויות וההוצאות הנלוות לכך, לרבות וללא כל מגבלה – שכר טרחה סביר של עורכי דין, ולמעט אם וככל שנקבע באופן סופי כי אלה נבעו מרשלנות חמורה של PwC Israel או מהתנהגות פסולה בזדון מצידה, בקשר לשירותים ו/או לתוצר כאמור. חובת השיפוי האמורה תחול אך ורק בנוגע לסכומים שמעל שלוש פעמים שכר הטרחה הכולל.

בכל שאלה ועניין, ניתן לפנות למר שלום סופר, רו"ח, בטלפון: 03-7954946.

---

## הגבלת אחריות

עבודתנו מיועדת לשימוש הנהלת איתמר מדיקל ("ההנהלה") ולצורך המתואר במכתב הנלווה בלבד, ואין לעשות בה כל שימוש אחר.

במהלך עבודתנו קיבלנו מידע, הסברים ומצגים מאיתמר מדיקל. האחריות למידע, למצגים ולהסברים הנ"ל הנה על ספקי מידע זה. מסגרת עבודתנו לא כללה בדיקה ו/או אימות של הנתונים שקיבלנו כאמור. לאור זאת, עבודתנו לא תיחשב ולא תהווה אישור לנכונותם, שלמותם או דיוקם של הנתונים שהועברו אלינו. בשום מקרה לא נהיה אחראים לכל הפסד, נזק, עלות או הוצאה אשר יגרמו בכל אופן ודרך ממעשי הונאה, מצג שואא, הטעיה, מסירת מידע שאינו נכון ואינו מלא או מניעת מידע מצידה של איתמר מדיקל, או כל התבססות אחרת על מידע כאמור, בכפוף לאמור לעיל.

למרות שבמהלך עבודתנו ניתחנו מידע פיננסי וחשבונאי, עבודתנו לא כללה ביקורת של ספרי איתמר מדיקל על פי כללי ביקורת מקובלים. לפיכך, אין אנו נוטלים אחריות או מביעים דעה בנוגע לנכונות המידע שסופק לנו על ידי איתמר מדיקל.

הערכות כלכליות אינן מתיימרות להיות מדע מדויק ומסקנותיהן תלויות במקרים רבים בשיקול הדעת הסובייקטיבי של מעריך השווי. לפיכך, אין שווי הוגן יחיד בלתי מעורער. למרות שאנו סבורים שהשווי שנקבע על ידינו הנו סביר בהתבסס על המידע שסופק לנו, הרי שמעריך שווי אחר עשוי היה להגיע לשווי שונה.

עבודתנו אינה מהווה בדיקת נאותות ואין להסתמך עליה כבדיקת נאותות. בנוסף, עבודתנו לא תשמש כתחליף לכל הליך שעל איתמר מדיקל לנקוט בקשר עם כתבי האופציות.

## צוות העבודה

PwC Israel הינה חברה לייעוץ עסקי ופיננסי מהמובילות בישראל. PwC Israel, מספקת מגוון רחב של שירותים מקצועיים כוללים בתחום העסקי. הקבוצה חברה ברשת הבין-לאומית של PricewaterhouseCoopers, שהיא הפירמה הגדולה בעולם בתחומי ראיית חשבון וייעוץ לפיתוח עסקים.

את העבודה הוביל מר שלום סופר, רו"ח, שותף ב-PwC Israel ומומחה במימון והערכות שווי. מר סופר הינו בעל תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה בהצטיינות, ותואר שני בכלכלה בהצטיינות, שניהם מאוניברסיטת ת"א.

### פרטי ההתקשרות

מזמינת העבודה איתמר מדיקל בע"מ;  
מועד ההתקשרות בין PwC Israel לחברה הנו ה- 22 בינואר, 2017

## תוכן עניינים

עמוד	פרק
1	היקף העבודה ורקע כללי
4	סקירה מתודולוגית
7	פרמטרים להערכה
10	תוצאות המודל

---

# פרק 1

## היקף העבודה ורקע כללי

## תיאור החברה

### רקע כללי

- איתמר מדיקל עוסקת בפיתוח ושיווק מכשירים רפואיים לא-פולשניים ותוכנה לטיפול בתחומי רפואת השינה והקרדיולוגיה.
- כתבי האופציות הונפקו לתקופה של 42 חודשים, עד ה- 05/05/2019 ("מועד הפקיעה").
- כתבי האופציות שהונפקו לקרן ויולה זהים בתנאיהם החוזיים לכתבי האופציות סדרה 4 למעט התנאי הבא:
- האופציות תהינה ניתנות למימוש החל ממועד הקצאתן ועד למועד המוקדם מבין: (1) חלוף 42 חודשים ממועד הנפקת כתבי האופציות (זהה לתקופת המימוש של כתבי האופציות סדרה 4); (2) מועד ההשלמה של הנפקה לציבור (שאיננה הנפקה ראשונית) של מניות החברה לפי שווי חברה של לפחות 250 מיליון דולר ארה"ב; (3) מועד ההשלמה של אירוע יציאה (כהגדרת מונח זה להלן) לפי שווי חברה של לפחות 250 מיליון דולר ארה"ב.
- "אירוע יציאה" משמעו – מיזוג או איחוד או מכירה של מניות החברה, אשר כתוצאה ממנו בעלי המניות בחברה עובר לאירוע כאמור יחזיקו פחות מרב זכויות ההצבעה בתאגיד השורד.
- הערכת השווי של כתבי האופציות בוצעה באמצעות שימוש במודל הבינומי ("המודל הבינומי" או "המודל"), שהינו מודל מקובל לתמחור אופציות, בהתבסס על פרמטרים רלבנטיים של תנאי האופציה אשר סופקו על ידי ההנהלה ומשתנים נוספים אותם זיהינו כנדרשים להערכת השווי של האופציה.

## תיאור החברה

### מטרת המסמך

- מטרת מסמך זה להציג את הנושאים הבאים:
  - תמצית תנאי כתבי האופציות;
  - סקירה מתודולוגית;
  - הפרמטרים הרלבנטיים ששימשו לצורך הערכת השווי ההוגן של כתבי האופציות;
  - הערכת השווי ההוגן של כתבי האופציות.

### מקורות מידע

- מידע שנתקבל מהנהלת איתמר מדיקל:
  - הסכם עסקת הרכישה הכולל את תנאי כתבי האופציות, לרבות: מחיר המימוש, משך חיי כתבי האופציות, מנגנון התאמת מחיר מימוש לדיבידנד.
- מקורות מידע נוספים:
  - דיווחים מידיים של איתמר מדיקל במאי"ה;
  - נתוני אתר בנק ישראל;
  - נתוני אתר הבורסה לניירות ערך בתל אביב;
  - Bloomberg;
  - PwC Database.

---

# פרק 2

## סקירה מתודולוגית



## סקירה מתודולוגית

### כללי

- לצורך הערכת השווי ההוגן של כתבי האופציות, השתמשנו במודל הבינומי.
  - על מנת לאמוד את השווי ההוגן של האופציה תוך שימוש במודל הבינומי, נדרש לקבוע הנחות לגבי שישה משתנים במועד ההערכה:
    - המחיר השוטף של נכס הבסיס עליו כתובה האופציה (מחיר המניה למועד ההערכה).
    - מחיר המימוש של האופציה.
    - משך חיי האופציה.
    - התנודתיות הצפויה של נכס הבסיס (מחיר המניה).
    - שיעור הריבית חסרת הסיכון לתקופה.
    - שיעור תשואת דיבידנד צפוי על המניה.
  - **מחיר נכס הבסיס**
    - מחיר נכס הבסיס יהיה, בדרך כלל, מחיר השוק של המניה למועד ההערכה (במידה והחברה נסחרת בבורסה).
  - **מחיר המימוש**
    - מחיר המימוש של האופציה הוא המחיר שישולם על ידי מחזיק האופציה בעת מימוש האופציה.
  - **משך חיי האופציה**
    - משך חיי האופציה מוגדר כתקופה שבין מועד ההערכה ובין המועד המימוש הצפוי של האופציה. משך חיי האופציה הוא המשתנה החשוב ביותר, כיוון ששאר המשתנים וההנחות מושפעים ממנו באופן ישיר. לפיכך, למשך חיי האופציה יש השפעה מהותית על שווי ההוגן של האופציה.
- **תנודתיות צפויה של נכס הבסיס (מחיר המניה)**
    - התנודתיות הצפויה היא מדד לסכום שבו צפויות לחול תנודות במחיר במהלך התקופה. מדד התנודתיות המשמש במודלים לתמחור אופציות הוא סטיית התקן השנתית של שיעורי התשואה של המניה בחישוב רציף על פני תקופת זמן. תנודתיות מבוטאת, באופן רגיל, במונחים שנתיים שהם בני השוואה מבלי להתחשב בתקופת הזמן ששימשה בחישוב, לדוגמה, תצפיות יומיות, שבועיות, או חודשיות.
    - ככל שגדלה התנודתיות הצפויה כך גדל הפוטנציאל לעליית מחיר המניה, ולכן לאופציה המוענקת על מניה כזו יש ערך גבוה יותר, תיאורטית, מאשר לאופציה המוענקת על מניה פחות תנודתית.
    - באמידת התנודתיות הצפויה יש לשקול את התנודתיות הגלומה מתוך מחירי שוק של מכשירים קיימים של החברה, תנודתיות היסטורית של מחיר המנייה על פני תקופה התואמת את התקופה הצפויה של האופציה, משך הזמן שבו מניית החברה נסחרת בציבור ועוד.
  - **שיעור ריבית חסרת סיכון**
    - שיעור הריבית חסרת סיכון הוא התשואה המשתמעת הזמינה באופן שוטף של אגרות חוב ממשלתיות, של המדינה שבמטבע שלה מבוטאת מחיר המימוש, כאשר יתרת התקופה שלהן שווה לתקופה הצפויה של האופציות המוערכות.

## סקירה מתודולוגית

### • שיעור תשואת דיבידנד צפוי על המניה

- הבאה בחשבון של דיבידנדים צפויים במדידת השווי ההוגן של אופציות תלויה באם מחזיק האופציות זכאי לדיבידנדים או לשווה-ערך של דיבידנדים. בדרך כלל מחזיקי האופציות אינם זכאים לקבל דיבידנד שמשולם על מניה, כל עוד לא מימש אותה.
- מכיוון שמחיר המניה משקף את עליית ערכה הפוטנציאלי של המניה וכן את תשלומי הדיבידנדים העתידיים, על השווי ההוגן לשקף את היעדר דיבידנדים אלו ("תשואת דיבידנד").
- במקרה של חברה שאינה מחלקת ואינה צופה חלוקת דיבידנדים, או לחילופין במקרה בו נקבע בתנאים של תכנית האופציות כי מחיר המימוש יהיה מותאם לתשלומי דיבידנד, ייקבע שיעור תשואת דיבידנד של אפס.

---

# פרק 3

## פרמטרים להערכה

## פרמטרים להערכה

### מחיר נכס הבסיס

- מחיר המניה ל-31 בדצמבר 2016 הינו 1.487 ש"ח.

### מחיר המימוש

- מחיר המימוש למניה נגזר משווי המניה כדלקמן:

- עד 21 חודשים ממועד ההנפקה: 1.642 ש"ח.
- לאחר 21 חודשים ממועד ההנפקה: 1.745 ש"ח.

### משך חיי האופציה

- משך חיי כתבי האופציות סדרה 4 הוא 3.5 שנים ממועד ההנפקה.
- משך חיי כתבי האופציות שהונפקו לקרן ויולה הינו כמוקדם מבין:

- 3.5 שנים ממועד ההנפקה;

- הגעה של שווי החברה ל-250 מיליון דולר ארה"ב (משקף שווי של כ-5.23 ש"ח למניה בהתאם למספר המניות המונפק של החברה ושער החליפין ש"ח/דולר ארה"ב ליום 31 בדצמבר 2016).

### תנודתיות צפויה

- התנודתיות הצפויה חושבה על פי שער נעילה מתואם היסטורי של מניית איתמר מדיקל ממועד תחילת המסחר במניית החברה.
- התנודתיות הצפויה שחושבה הינה 57.86%.

### שיעור ריבית חסרת הסיכון

- מאחר ומחיר המימוש נקוב בש"ח, שיעור הריבית חסרת הסיכון התבסס על נתוני ריבית חסרת סיכון בש"ח לפי משך החיים של כתבי האופציות.
- שיעור הריבית חסרת הסיכון הינו 0.43%.

### שיעור תשואת דיבידנד צפוי על המניה

- כיוון שנקבע בתנאים של האופציה, כי יחס ההמרה יותאם לתשלומי דיבידנד, נקבע כי שיעור תשואת דיבידנד הצפוי על המניה הוא 0%.

## פרמטרים להערכה

• הטבלה הבאה מציגה את המשתנים ששימשו בחישוב שווי כתבי האופציות למועד ההערכה:

תשואת דיבידנד	ריבית חסרת סיכון	תנודתיות צפויה	משך חי האופציה (שנים)	מחיר מימוש לאחר 21 חודשים מיום ההנפקה (ש"ח)	מחיר מימוש עד 21 חודשים מיום ההנפקה (ש"ח)	מחיר מניה (ש"ח)	מועד ההערכה
0%	0.43%	57.9%	2.3	1.745	1.642	1.487	31/12/2016

---

# פרק 4

## תוצאות המודל

## תוצאות המודל

- בהינתן כל ההנחות לעיל, השווי ההוגן המוערך של כתבי האופציות, למועד ההערכה, הינו\*:

שווי לאופציה (ש"ח)	מועד ההערכה
0.44	31/12/2016

\* שווי כתבי האופציות סדרה 4 וכתבי האופציה שהונפקו ליוזלה הינו זהה לאור העובדה שתנאי המימוש המוקדם של כתבי האופציות שהונפקו לקרן ויולה אינו אפקטיבי (הגעה לשווי חברה של 250 מיליון דולר ארה"ב).

- שווי כתבי אופציות סדרה 4 למועד ההערכה הינו 1.341 ש"ח על פי שער הנעילה בבורסה לניירות ערך. שווי זה משקף תנודתיות גלומה של כ-220%.