

חוות דעת כלכלית

תרו תעשייה רוקחית בע"מ



יוני 2024



www.macrofc.com
gilad@macrofc.com
073-7372228:TEL

מאקרו פיננסים בע"מ
מדינת היהודים 89, הרצליה
עזריאלי ביזנס סנטר, בניין E, קומה 9

חוות דעת מומחה

שם המומחה : גילעד מנו

מקום עבודתו : מאקרו פיננסים בע"מ

ח.פ. 515618403

מדינת היהודים 89, הרצליה, בניין E


אני החתום מטה, גילעד מנו, נתבקשתי על ידי עורכי הדין איידן עידן ודוד תירוש להגיש חוות דעת זו במסגרת בקשה לאישור תובענה ייצוגית כנגד המשיבה, תרו תעשייה רוקחית בע"מ (להלן: "תרו" או "החברה"), וכנגד נושאי משרה וחברי דירקטוריון החברה.

הבקשה מוגשת בעקבות החלטות, פעולות ומחדלי דירקטוריון החברה בקשר עם אישור הסכם מיזוג משולש הופכי (להלן: "הסכם המיזוג" ו/או "עסקת המיזוג") עם Sun Pharma (להלן: "סאן") במחיר אשר אינו משקף את שווייה האמיתי של תרו וזאת בהסתמך על הערכת שווי של Bank of America (להלן: "BOFA") והכל כמפורט בבקשה לאישור שהועברה לעיוני.

אין לי כל קשר או תלות בחברה או במזמיני העבודה או במי מטעמם, במישרין או בעקיפין. שכר הטרחה בגין הכנת חוות דעת זו, כפי שסוכם ביני לבין מזמיני העבודה הינו קבוע מראש ואינו מותנה במישרין או בעקיפין בהצלחת ההליך המשפטי.

אני נותן חוות דעתי זו במקום עדות בבית משפט ומצהיר כי ידוע לי היטב שלעניין הוראות החוק הפלילי בדבר עדות שקר באזהרה בבית המשפט, דין חוות דעתי זו כשהיא חתומה עלי ידי כדין עדות באזהרה שנתתי בבית המשפט.

להלן חוות דעתי.



חתימה

10.6.2024

תאריך

תוכן העניינים

1. תמצית חוות הדעת.
2. על החברה.
3. רצף האירועים.
4. תחזית הכנסות
5. שיעור הרווחיות הגולמית.
6. שיעור הרווחיות התפעולית.
7. הוצאות הוניות ופחת.
8. הון חוזר.
9. מיסים.
10. מחיר ההון.
11. צמיחה פרמננטית.
12. נכסים פיננסיים.
13. נכס תביעה נגזרת.
14. הערכת השווי לחברת תרו באמצעות מודל DCF.
15. התייחסות לכשלים בהערכת שווי BOFA.
16. סינרגיה עתידיות בין סאן לתרו, בהתאם לתוכניותיה של בעלת השליטה, שאינן מותנות בהשלמת העסקה.
17. חישוב הנזק לקבוצה המייצגת.
18. מקורות מידע.
19. תמצית השכלה וניסיון של הכותב.

1. תמצית חוות הדעת

- 1.1. חוות הדעת עוסקת בבחינת שוויה ההוגן של חברת תרו באמצעות מודל DCF. על פי הערכתנו השמרנית, שוויה של חברת תרו עומד על כ- 2.75 מיליארד דולר. שווי זה מגלם שווי של 73.3 דולר למניה.
- 1.2. לעומת הערכת השווי אותה אנו מציגים בחוות דעת זו, על פי הערכת השווי של BOFA שוויה של תרו עומד על 1.6 מיליארד דולר בלבד ועל פי שווי זה בוצעה עסקת המיזוג עם סאן. התמורה ששולמה לציבור בשווי של 43 דולר למניה, מגלמת שווי חברה בסך של 1.616 מיליארד דולר.
- 1.3. על כן, הנזק שנגרם לבעלי המניות בקבוצה המיוצגת מוערך על ידנו המגלם נזק של כ-30.3 דולר למניה.
- 1.4. הפערים המשמעותיים בין הערכת השווי שלנו לבין הערכת השווי של BOFA נובעים ממספר גורמים:
- א. פער בשיעור הצמיחה – הערכת השווי של BOFA הניחה כי הצמיחה בשנה הפרמננטית תעמוד על 0%, כלומר ההנחה כי תהיה שחיקה ריאלית בפעילות החברה. מדובר בנתון חריג ביותר שאינו עולה בקנה אחד עם תחזיות הצמיחה בענף ועם הנחות מקובלות ביחס לחברות שאין לגביהן חשש ביחס ליכולת הפירעון שלהן. אנו הנחנו צמיחה פרמננטית סבירה ושמרנית של 3.5% שמשקפת צמיחה ריאלית מאוד שמרנית.
- ב. פער בשיעור הרווח הגולמי – הערכת השווי של BOFA הניחה שיעור הרווחיות גולמית משוקלל של 47.4%. זאת, בעוד שיעור הרווחיות הגולמית של חברות ההשוואה שבחרו BOFA כמייצגות לחברה נשוא הערכה עומד על כ- 56% בשנת 2024. אנו הנחנו באופן שמרני וזהיר שיעור רווח גולמי שנע בין 48.5% בשנות התחזית המוקדמות ל-56% בשנה המייצגת.
- ג. פער בשיעור EBITDA – הערכת השווי של BOFA העריכה את שיעור ה-EBITDA ב- 5.2%-12.2% וזאת ביחס להערכתנו לשיעורי EBITDA של 8.1%-25% וביחס לשיעורי EBITDA מקובלים בתעשייה של 28.7%.
- 1.5. עוד נציין, כי בנוגע לשיעור היוון, BOFA השתמשו בשיעור היוון של 11% ללא הסברים מספקים בנוגע לנתון זה, בעיקר לאור כך שעל פי עורכי הדין, בחישוב שיעור ההיוון (WACC) יש לקחת בחשבון שיעור מינוף נורמטיבי ובוודאי לא את שיעור המינוף החריג של החברה בפועל. עם זאת, אציין כי שיעור ההיוון כשלעצמו הוא סביר ואנו הגענו בחישוב עצמאי לשיעור היוון גבוה יותר של 11.5%.
- 1.6. על פי הפסיקה, לצורך הערכת שווי חברה במקרים של מיזוג יש להשתמש במודל DCF בלבד. אך התבקשתי ע"י עורכי הדין לבצע השוואה של השווי אליו הגיעו ב BOFA ביחס להון העצמי של החברה – שווי זה עומד על כ- 1.73 מיליארד דולר. כך שבאופן חריג ביותר הערכת השווי של BOFA נמוכה אף מההון העצמי של החברה.

2. על החברה

- 2.1 תרו בע"מ הינה חברה אשר מפתחת מייצרת ומשווקת תרופות מרשם ותכשירים רפואיים בעיקר בארה"ב, קנדה, ישראל ויפן. החברה נוסדה בישראל בשנת 1959, הפכה לחברה ציבורית בשנת 1961 ונרשמה למסחר ב NYSE בשנת 2012.
- 2.2 בשנת 2010 רכשה חברת Sun Parma (להלן: "סאן") את השליטה בחברת תרו.
- 2.3 החברה מדווחת לפי שנה פיסקאלית המתחילה בראשון לאפריל לכל שנה קלאנדרית ומסתיימת ב 31 למרס של כל שנה קלאנדרית.



- 2.4 נקודות בולטות מתוך דוחותיה הכספיים של החברה עולה כי:
 - א. שיעור הרווח הגולמי של החברה עומד על כ 46.8% עד 54% מהמכירות.
 - ב. שיעור EBITDA של החברה בשנים 2017-2022 עמד על ממוצע של 42.4%, שיעור EBITDA שגבוהה משמעותית מהתעשייה. שיעור רווחיות זה נפגע בשנים האחרונות בשל אירועים חד פעמיים.
 - ג. החברה מחזיקה בנכסים נזילים בשווי כולל של כ 1.33 מיליארד \$, ומזומנים נטו של כ 1.15 מיליארד דולר.
 - ד. הונה העצמי של החברה עומד כ 1.73 מיליארד דולר נכון ליום 31.3.2024.

3. רצף האירועים

- 3.1 במהלך שנת 2022 החברה רכשה את חברת אלקמה בשווי של 100 מיליון שקל.
- 3.2 במהלך השנים 2021-2023 היו לחברה הוצאות חד פעמיות אשר נבעו בעיקרן מהסדרים עם משרד המשפטים האמריקאי ומרכישת חברת אלקמה.
- 3.3 בשנים 2021 ו 2022 הכירה תרו בהוצאות מהותיות מאוד בסעיף הסדרים והפסדים חד פעמיים (Settlements and Loss Contingencies) אל למול משרד המשפטים האמריקאי (DOJ) בנוגע למספר תביעות כנגד החברה.

3.4 לאור עסקת אלקמה ולאור ההסדר עם משרד המשפטים האמריקאי נפגעו תוצאותיה של חברת תרו בצורה משמעותית ובהתאם לכך צנח מחיר המניה לשפל שלא ידעה המניה מזה 12 שנה כאשר הגיע למחיר של \$24.3 למניה (ביום 27.3.2023).

3.5 נחזור, נדגיש ונבהיר נקודה מהותית זו: לולא הוצאות החברה בגין סעיף ההסדרים, הרווח התפעולי של חברת תרו בשנים 2021 ו 2022 היה עומד על 145.15 ו 124.9 מיליון דולר בהתאמה. לדעתנו המקצועית על BOFA היה לנטרל הוצאות חד פעמיות אלו כשערך את התחזית ולבטח לא להשתמש בשנים אלו כשנות בסיס להערכות ארוכות טווח לגבי החברה. להלן תוצאות החברה כפי שהופיעו בדוחות הכספיים של החברה לשנת 2022

	Years ended March 31,		
	2022	2021	2020
Sales, net	\$ 561,347	\$ 548,970	\$ 644,769
Cost of sales	268,212	252,314	245,044
Impairment	13	—	—
Gross profit	293,122	296,656	399,725
Operating expenses:			
Research and development	54,540	60,152	59,777
Selling, marketing, general and administrative	113,677	91,355	93,413
Settlements and loss contingencies	61,446	558,924	—
	229,663	710,431	153,190
Operating income (loss)	63,459	(413,775)	246,535
Financial income, net	(10,172)	(19,809)	(48,482)
Other gain, net	4,227	2,893	3,018
Income (loss) before income taxes	77,858	(391,073)	298,035
Tax expense	19,592	9,667	53,485
Net income (loss)	58,266	(400,740)	244,550
Net (loss) income attributable to non-controlling interest	—	(14,087)	309
Net income (loss) attributable to Taro	\$ 58,266	\$ (386,653)	\$ 244,241

3.6 בתגובה לירידות בעקבות ההוצאות החד פעמיות הנ"ל של החברה, החלה בעלת השליטה סאן לפעול לרכישת מלוא מניות החברה וזאת תוך ניצול המצב הנקודתי, ושימוש במעמדה כבעלת שליטה בחברה אשר לה עודף מידע על החברה והבנה עמוקה יותר לגבי זמניות המצב אליו נקלעה תרו.

3.7 להצעות הרכש צורפו הערכות שווי של BOFA אשר התבססו על תחזיות ההנהלה שנערכו לצורך הצעת הרכש ונערכו ספר פעמים והכל על פי דרישות סאן ותחזיות הנהלת תרו.

3.8 הערכות שווי אלו, כפי שנציג בגוף העבודה היו מוטות באופן קיצוני גם בתחשיבי שיעורי הרווח הגולמי והתפעולי וגם בשיעור הצמיחה הפרמננטי שנקבע ללא כל הנמקה מסודרת על 0%.

3.9 מעבר לכך, להערכות השווי לא התווספה הערכה של פרמיית שליטה (Going Private premium) אשר על פי הפסיקה צריכה להיות משולמת לבעלי המניות מקרב המיעוט בהצעות רכש מסוג זה.

3.10 מועד הערכת השווי הינו 30.9.23 בהתאם למועד הדוחות הכספיים עליהם התבססו BOFA בחוות דעתם זאת לשם נוחות ההשוואה.

3.11 טרם אישור העסקה על ידי החברה התפרסמו תוצאות שנת 2024, לפיכך נתוני התחזית למחצית השנייה של שנת 2024 (שנסתיימה ביום 31 במרץ 2024) הינם התוצאות בפועל של החברה.

3.12 הערכת השווי נעשתה לפי גישת ההכנסה, בשיטת היוון תזרימי המזומנים העתידיים (DCF).

3.13 תזרים המזומנים הינו בערכים נומינליים.

3.14. אציין כי הערכת שווי של חברה צריכה להתבסס בראש ובראשונה על תחזיות מהימנות של ההנהלה שנערכו במהלך העסקים הרגיל של החברה ואשר משקפות את מלוא המידע והתוכניות העתידיות ביחס לעסקי החברה. התחזיות שנערכו על ידי ההנהלה ונמסרו ל-BOFA לא נערכו במהלך העסקים הרגיל אלא לצרכי העסקה בלבד, משכך היה על BOFA לבחון אותן באופן מעמיק וביקורתי.

3.15. בהערכת השווי לא ראיתי לנכון להסתמך על תחזיות ההנהלה שכללו הנחות מופרכות שסוטות לחלוטין הן מתוצאותיה של החברה בעבר והן מתוצאותיהן של חברות השוואה הפועלות בענף. מטבע הדברים, בניית תחזיות מחייבת גישה מלאה לכל המידע המצוי בידי ההנהלה, ובעיקר לתחזיות ותקציבים שהוכנו על ידי ההנהלה במהלך העסקים הרגיל ושלא הוכתמו בשל אינטרס בעלת השליטה בעסקה. כפי שנמסר לי מבאי כוחו של המבקש, תרו סירבה למסור את מלוא המסמכים והמידע שהועבר ל-BOFA ביחס לעסקי החברה. גישה למידע זה הייתה מאפשרת לי לבנות תחזית מדויקת יותר לתזרימי המזומנים של החברה בעתיד

3.16. בהיעדר גישה למלוא המידע, נקטתי בגישה זהירה ושמרנית ובניתי תחזית שמשקפת לעניות דעתי תרחיש פסימי מאוד ביחס לעסקי החברה (שסוטה אף הוא לחומרה מהמקובל בענף ומנתוניה של תרו בעבר). לאחר קבלת מלוא המידע הרלוונטי ניתן יהיה לבנות תחזית מתוקנת.

4. תחזית ההכנסות

4.1. ביום הכנסות החברה הסתכמו לסך של כ- 629 מיליון דולר המהווה גידול של כ- 9.8% ביחס לתוצאות 2023 (מכירות של כ- 537 מיליון דולר).

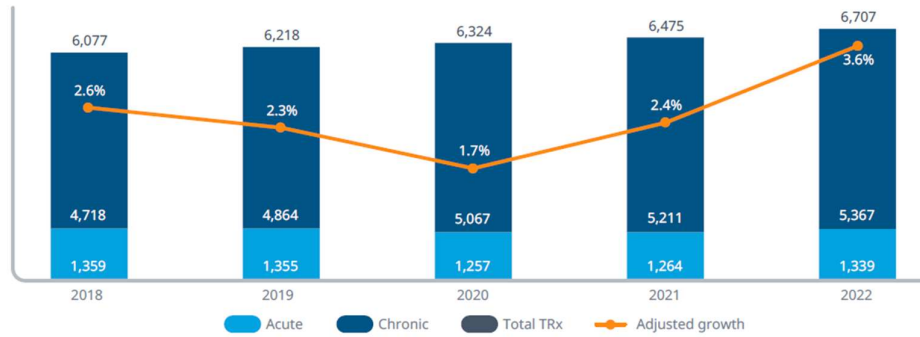
4.2. לאור ההשקעה הרבה במחקר ופיתוח בשנים האחרונות בסך של כ- 300 מיליון דולר בחמשת השנים האחרונות (וביתר שאת בשנות התחזית) והצפי לאישור תרופות חדשות ושיווקם בשוק (ליום 30.9.23 לחברה 19 תרופות הממתינות לאישור) והמשך גידול בפעילות אלקמה לצד ההשקעות במפעלים וכח אדם (בשנת 2024 השקיע החברה כ- 54 מיליון דולר ברכוש קבוע והגדילה את כח האדם משמעותית). הונח כי בשנים 2025-2027 יצמחו ההכנסות בשיעור של 8% בשנה ויתכנסו בהדרגתיות לשיעור צמיחה פרמננטי של 3.5% בשנה הטרמינלית. וזאת בהנחה כי גם שיעור הוצאות המחקר והפיתוח ביחס להכנסות יתמתנו בשנים הקרובות למוצע קבוצת הייחוס העומד על כ 6%.

4.3. שיעור צמיחה אלו גם נתמכים בהתאם למחקר הענפי שביצעו חברות הייעוץ המובילות, שלהן מומחיות בענף הגנריקה – IQVIA וג'פריס, ביחס לשיעור הצמיחה בתעשיית הגנריקה העולמית:

IQVIA

4.4. על פי IQVIA שיעור הגידול בתעשייה עמד בשנים 2018-2022 על 2.5% בממוצע, כאשר בשנת 2022 חלה האצה בקצב הצמיחה של מספר המרשמים לקצב צמיחה של 3.6%. בהקשר זה נדגיש כי קצב צמיחה זה הינו קצב של **כמות המוצרים** ואינו מתחשב באינפלציה או דפלציה של מחירים.

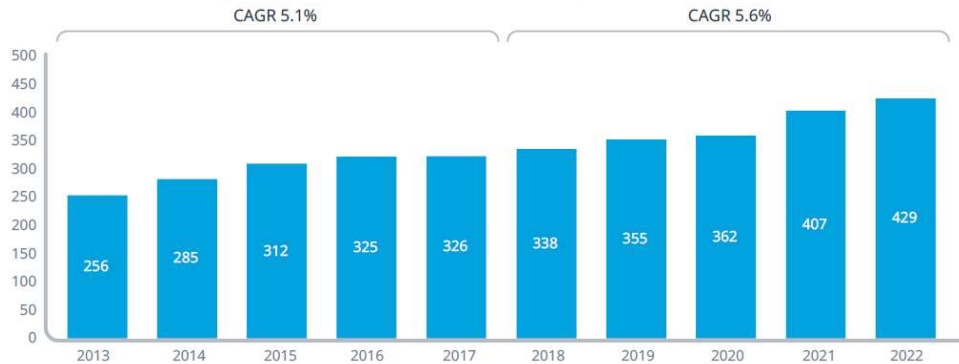
Exhibit 1: Adjusted dispensed prescriptions (Mn) and growth, 2018-2022



Source: The Use of Medicines in the U.S. 2023: Usage and Spending Trends and Outlook to 2027. Report by the IQVIA Institute for Human Data Science.

4.5 בעשור האחרון ההוצאה בארה"ב¹ גדלה מ 103 מיליארד להוצאה של 174 מיליארד דולר כאשר קצב הצמיחה בחמש השנים האחרונות היה גבוה יותר ועמד על 5.6%.

Exhibit 4: U.S. medicine spending at estimated net manufacturer prices, 2013-2022, US\$Bn



4.6 עוד מציינת IQVIA כי שיעורי הצמיחה של התעשייה הגרית צפויים לעלות עד שנת 2028 בשל מספר מנועי צמיחה:

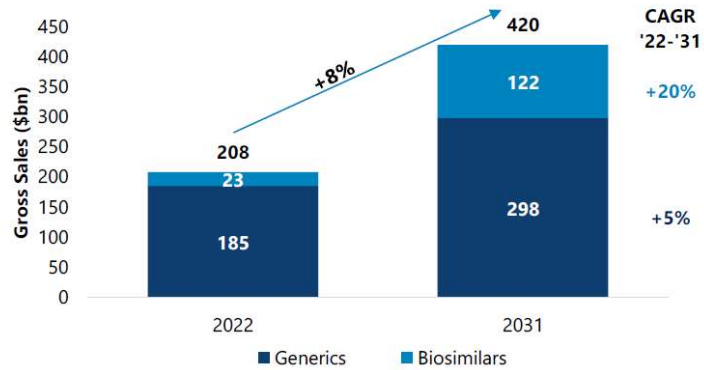
- צמיחה במספר התרופות שצפויות לאבד את תקופת הבלעדיות שלהן (פטנטים שפוקעים).
 - הסתמכות הולכת וגדלה של מערכות הבריאות במוצרים גנרים.
 - אימוץ גובר של ביוסימילרס לגנריקה.
- בזכות מנועי צמיחה אלו IQVIA מעריכה כי צמיחת השוק הגנרי תעמוד על קצב של 8% לשנה.

גי'פריס

4.7 על פי גי'פריס שיעור הצמיחה הצפוי בשוק הגנריקה העולמית צפוי לעמוד עד שנת 2031 על כ 5% לשנה.

¹ 89% אחוזים ממכירות תרו הן בשוק האמריקאי אשר צומח בקצב גבוה מהעולם.

Chart 3 - The Generics Market offers growth driven by innovation



Source: Jefferies, company data, IQVIA Analytics Link MAT12-2022 data in LCUSD at gross price

שיעור הצמיחה על פי קבוצת הייחוס של BOFA







4.8 בתחזית אותה ערך לתרו קצב הצמיחה עד שנת 2034 יעמוד על 4.2% בלבד וקצב הצמיחה בשנה המייצגת יעמוד על 0%.

4.9 יש לציין כי BOFA ציינו את שיעור הצמיחה של קבוצת הייחוס אותה היא בחרה, אך למרות זאת ללא כל הסבר בחרו להתעלם מנתון זה. שיעור הצמיחה של חברות ייחוס אלו עמד בממוצע בשלוש השנים האחרונות על 13.45%. שיעור הצמיחה החציוני של קבוצת הייחוס עומד על שיעורים שבין 7.26%-12.44% והממוצע השנתי של החציונים עומד על 7.29%.

Name	2023	2022	2021	AVERAGE
Aurobindo	5.97%	-5.32%	7.26%	2.63%
HIKMA	14.22%	-1.41%	9.06%	7.29%
ASPEN	-11.02%	44.19%	7.60%	13.59%
GLENMARK	5.57%	12.44%	2.85%	6.95%
AMPHASTAR	29.14%	13.98%	25.13%	22.75%
AMNEAL	8.20%	5.67%	5.08%	6.31%
ANI	53.87%	46.38%	3.67%	34.64%
AVERAGE	15.14%	16.56%	8.66%	13.45%
MEDIAN	8.20%	12.44%	7.26%	7.29%

מעבר להטיה הברורה שנגרמת בעקבות שימוש בקבוצת ייחוס עבור פרמטרים מסוימים בלבד ללא כל הסבר, לאור נתוני הצמיחה המוצגים בפרק זה עולה השאלה הקשה: כיצד ומדוע BOFA הניחו במרבית השנים שיעורי צמיחה נמוכים מ 4% ובשנה המייצגת הניחו שיעור צמיחה של 0%.

במצגת BOFA מופיע גם כן שיעור הצמיחה של קבוצת הייחוס ולפי התקופה שנבחרה החל משנת 2022 ועד הצפי לשנת 2024 שיעור הצמיחה ממוצע עומד על 12% והחציוני על 8%.

Company	Trading Statistics					Revenue		Adj. EBITDA Margin (%)	
	Share Price (\$/Share)	% of 52-Wk High	% 12/08/23 to 05/25/23	Equity Value (\$bn)	Enterprise Value (\$bn)	CAGR (2022A-2024E CY)	2023E CY	2024E CY	
	\$13.47	97%	67%	\$7.9	\$7.7	9%	18%	20%	
	24.93	89%	(3%)	\$5.5	\$6.7	7%	27%	28%	
	10.63	96%	11%	\$4.7	\$5.7	7%	26%	25%	
	10.71	98%	30%	\$3.0	\$3.5	2%	17%	18%	
	55.50	85%	29%	\$3.0	\$3.3	26%	41%	39%	
	5.35	86%	125%	\$1.7	\$4.2	8%	23%	22%	
	55.41	85%	6%	\$1.2	\$1.4	25%	27%	26%	
Median (n=7)		89%	29%	\$3.0	\$4.2	8%	26%	25%	
Mean (n=7)		91%	38%	\$3.9	\$4.6	12%	26%	26%	

MACRO

4.10. לאור נתוני הצמיחה שהוצגו לעיל, ולאור ההשקעות הגבוהות של החברה במחקר ופיתוח בשנים האחרונות לצורך הערכת השווי שערךנו השתמשנו בשיעור צמיחה של 8% עד שנת 2027. לאחר מכן הפחתנו את שיעור הצמיחה לשיעור צמיחה הנמוך בטווח הנמוך של התחזיות של הגופים הבלתי תלויים, משמע 5% ולאחר מכן הפחתנו את תחזיות הצמיחה באופן הדרגתי עד לשיעור צמיחה של 3.5%. שיעור צמיחה זה מייצג קצב אינפלציה של 2.5%, גידול אוכלוסין של 0.75% ושיעור צמיחה ריאלי של תעשיית הגנריקה של 0.75% בעקבות עליה בתוחלת החיים והגידול בהוצאה לנפש בסגמנט זה. בשנה המייצגת השתמשנו בשיעור צמיחה של 3.5% כשטבלת הרגישות מציגה נתונים של קצב צמיחה שבין 3.2% ל 3.8% כרף עליון ורף תחתון.

5. שיעור הרווחיות גולמית

- 5.1. הונח באופן שמרני ביותר כי שיעור הרווחיות הגולמית יגדל בהדרגתיות לשיעור מייצג של 56% בשנה הטרמינלית. זאת בין היתר, בהתבסס על הגורמים הבאים:
- שיעור הרווח הגולמי הממוצע בשנים 2018-2024 שעמד על כ- 57%.
 - שיעור הרווחיות הגולמית בהתאם לחברות ההשוואה המוצגות בעבודת BOFA העומד בשנת 2024 על כ- 56%.
 - שיעור הרווח הגולמי הענפי בהתאם למחקר של ג'פריז עומד על כ- 52% בממוצע.
 - שיעור הרווח הגולמי במחצית השנייה של שנת 2024 עמד על כ- 52%.
 - שיעור הרווח הגולמי של אלקמה עומד על כ 60% וצפוי לגדול לשיעור של כ 70% מההכנסות עד שנת 2028.

6. רווח תפעולי

6.1. הוצאות מחקר ופיתוח

הונח כי הוצאות המחקר והפיתוח יהיו 10% ממכירות החברה בשנת 2024 וילכו ויפחתו באופן הדרגתי עד לשיעור ההוצאה על מחקר ופיתוח המקובלים בתעשייה העומדים בממוצע על 6%.

Name	2023	2022	2021	AVERAGE
Aurobindo	5.85%	6.54%	0.28%	4.22%
HIKMA	5.18%	5.01%	4.97%	5.06%
GLENMARK	9.62%	9.84%	0.00%	6.49%
AMPHASTAR	11.44%	11.60%	9.46%	10.83%
AMNEAL	6.85%	8.18%	8.43%	7.82%
ANI	7.04%	4.58%	2.34%	4.65%
AVERAGE	7.66%	7.63%	4.25%	6.51%
MEDIAN	6.95%	7.36%	3.65%	5.99%

נציין כי מקבוצת הייחוס נוטרלה APEN אשר לא ביצעה כל השקעה במחקר ופיתוח בשלוש השנים האחרונות.

6.2. הוצאות שיווק ומכירה

א. הוצאות השיווק והמכירה מאופיינות במרביתן כהוצאות משתנות וגדלות ביחס דומה לגידול בהכנסות.

ב. הונח כי שיעור ההוצאות השיווק והמכירה יעמדו בשנת 2024 על 17.4% מהמכירות וכי הוצאות אלו ילכו ויפחתו בהדרגה עד שנת 2029 לשיעור של 16% וזאת בהתאם למקובל בתעשייה.

6.3. הנהלה וכלליות

א. בשנות התחזית הונח כי הוצאות הנהלה וכלליות ילכו ויפחתו משיעור של 13% לשיעור של 9% עד שנת 2029 וזאת בהתאם למקובלת בתעשייה.

6.4. בהתאם להוצאות התפעוליות לעיל הונח באופן שמרני ביותר כי שיעור רווחיות תפעולית (EBITDA Margin) יגדל בהדרגתיות מרמה נמוכה מאוד בשיעור של 9.6% בשנת 2025 עד לשיעור מייצג של 25% בשנה הטרמינלית. אציין כי מדובר בערכי רווחיות תפעולית נמוכים ביחס לרווחיות התפעולית של חברות הפועלות בענף וכן ביחס לשיעורי הרווח התפעולי ההיסטורי של החברה.

6.5. שיעורי הרווחיות התפעולית על פי ג'פריס

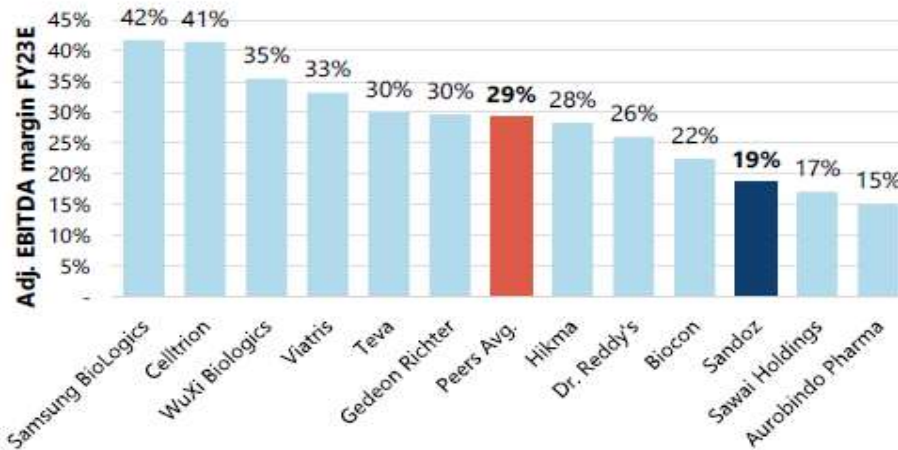
על פי ג'פריס שיעור הרווחיות התפעולית (EBITDA Margin) בתעשיית הגנריקה צפויה לעלות משיעור של 26.9% לשיעור של 28.7%.

		EBITDA Margin		
		2023	2024	2025
EMEA Generics				
Krka	KRKG SV	29.0%	28.8%	28.6%
Gedeon Richter	RICHT HB	33.9%	39.1%	40.4%
Hikma	HIK LN	27.3%	27.3%	27.6%
Aspen	APN SJ	28.5%	29.0%	29.1%
Fresenius SE	FRE GR	16.0%	16.8%	17.6%
EMEA Generics average		26.9%	28.2%	28.7%

6.6 . בשנת 2023? שיעור הEBITDA עמד על כ 29% בקבוצת הייחוס של חברות הגנריקה

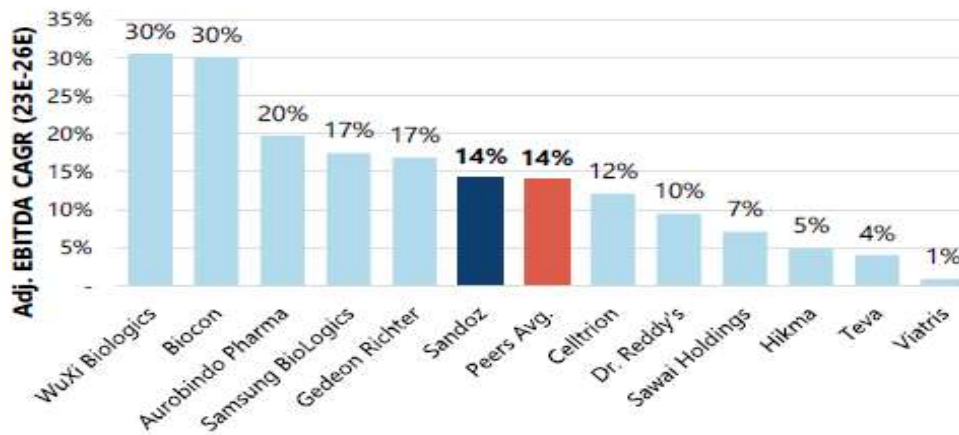
Source: Company data, Visible Alpha

Chart 52 - Adj. EBITDA margin FY23E



6.7 . עוד צופים בגיריזו כי שיעור EBITDA יצמח בקצב ממוצע של 14% בין 2023 ל 2026

Chart 56 - Adj. EBITDA CAGR (23E-26E)

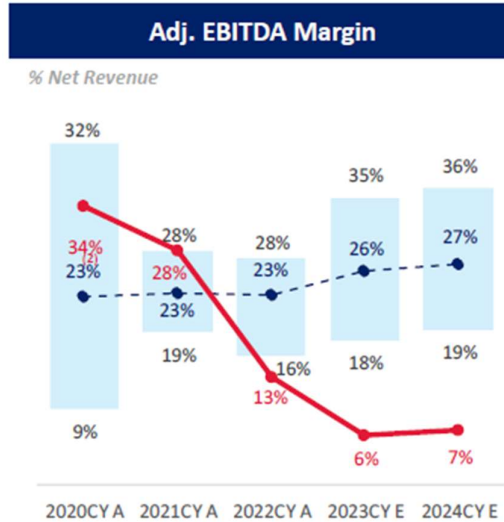


Source: Company data, Visible Alpha

תחזיות שיעור הרווח התפעולי על פי חברות ההשוואה שבחרה BOFA

6.8 . גם על פי BOFA שיעור הרווח התפעולי צפוי לעלות בקבוצת הייחוס, אך שיעור הרווח התפעולי בתרו להערכת BOFA אינו צפוי להתאושש משמעותית מרמתו הנמוכה בשנת 2023 וזאת ללא הסבר או נימוק כלשהו. ומבלי להתייחס להוצאות החד פעמיות אותן ציינו לעיל.

² על פי תחזית של גיריזו לשנת 2023 כולה, כאשר התחזית נערכה לקראת סוף שנת 2023.



6.9 נציין כי במסגרת הערות בהערכת השווי של BOFA, אכן צוין כי סעיף הוצאות הנהלה וכלליות עלו בצורה משמעותית ("Significantly increased") בשנה הפיסקלית של 2023 מעלויות המיזוג עם אלקמה – אך לא נומק בשום צורה מדוע עלויות אלו אינן חד פעמיות ולא עלויות מתמשכות כפי שהוערך בחוות הדעת של BOFA.

שיעורי הרווחיות ההיסטוריים של החברה

6.10 מבחינת שיעור ה EBITDA ההיסטוריים של החברה ניתן ללמוד ששיעורי ה EBITDA של החברה גבוהים משמעותית באופן מסורתי מהתעשייה ועומדים במוצע על 42.4% לעומת ממוצע של כ 29% בלבד בתעשייה כולה. בצד השמאלי של הגרף ניתן לראות את שיעור ה EBITDA עבור השנים פיסקאליות מלאות והחל משנת 2023 את שיעור ה EBITDA ברמה רבעונית.



6.11 עוד ניתן לראות בגרף לאחר הירידה בשיעור ה EBITDA בשנת 2023 בעקבות עסקת אלקמה, בסוף שנת 2023 (2024 Q3) חזרה החברה לשיעור EBITDA גבוהים מתחילת שנת 2023.

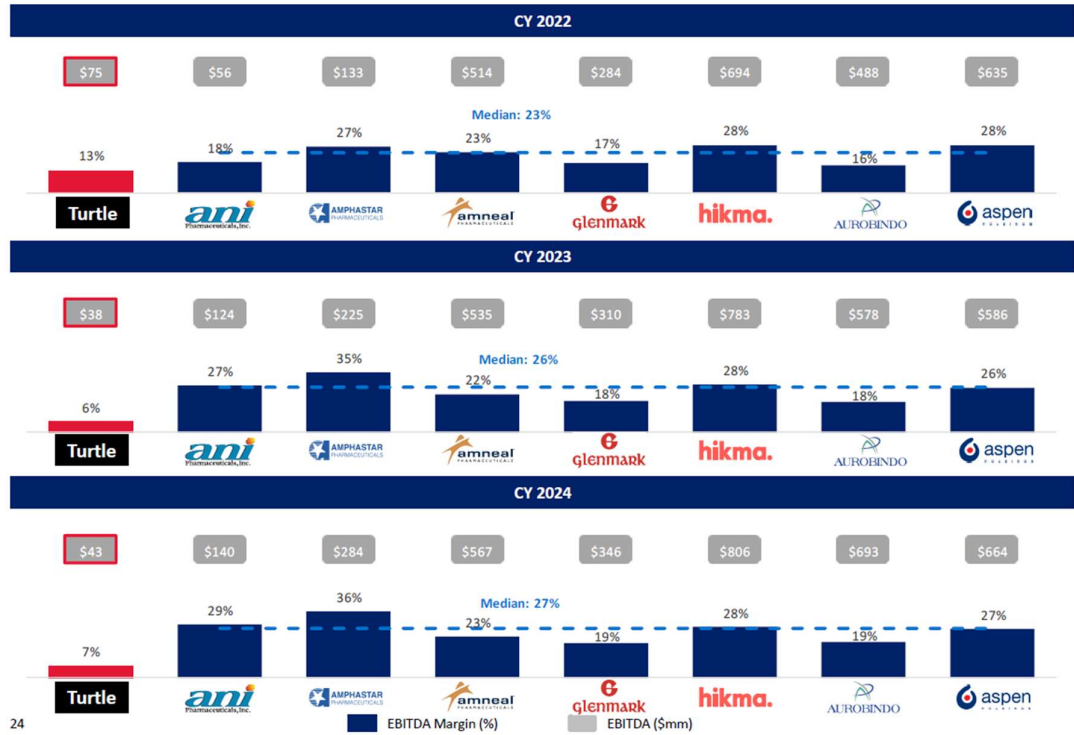
6.12 לאור נתוני שיעורי הרווח התפעולי שהוצגו לעיל, כאמור לצורך הערכת השווי השמרנית שערכנו השתמשנו בשיעור EBITDA אשר צפוי לעלות בהדרגה מרמה של 8.1% לרמה של 25% בשנת

2033, זאת תוך אימוץ ערכים הנמוכים מהממוצע בתעשייה ולמרות ההיסטוריה החריגה לטובה של תרו בהקשר זה.

6.13. הצגת הנתונים של BOFA בנוגע לשיעור ה EBITDA הינו מוטה בעליל שכן הוא מסתמך על שלוש השנים האחרונות של החברה שבהן היו עלויות חד פעמיות לחברה שהיה על BOFA לנטרלן, כפי שהובהר לעיל.

Turtle Side-by-Side Key Peers Adj. EBITDA & Adj. EBITDA Margin

Calendarized Financials



24

7. הוצאות הוניות (CAPEX) ופחת

7.1. בשנת 2024 הסתכמו ההשקעות ההוניות של החברה בסך של כ- 54 מיליון דולר (כ- 40 מיליון מתוכם במחצית השנייה של השנה). ממוצע ההשקעות ההוניות בשלושת השנים שקדמו עמד על סך של כ- 15.5 מיליון דולר בלבד.

7.2. בשנת 2025 הונח חזרה להשקעות נורמטיביות של 20 מיליון דולר, בשנת 2026 ולאורך שנות התחזית ובשנה הפרמננטית הונח צמיחה בשיעור של 3.5% בהשקעות ההוניות בדומה לתחזית הצמיחה הפרמננטית.

7.3. הוצאות הפחת וההפחתות הסתכמו לסך של כ- 31 מיליון דולר בשנת 2024. בשל ההשקעות החדשות הונח כי הוצאות הפחת יצמחו בשיעור של 3.5% לאורך שנות התחזית בדומה לתחזית הצמיחה הפרמננטית.

8. הון חוזר

8.1. שיעור ההון החוזר מההכנסות נאמד בכ- 40% לאורך שנות התחזית. זאת, בהתאם לשיעור ההון החוזר מההכנסות ההיסטורי של החברה.

9. מיסים על ההכנסה

9.1. הוצאות המס חושבו בהתאם לשיעור מס אפקטיבי של 20% החל על החברה.

10. מחיר ההון המשוקלל (WACC)

10.1. שיעור ההיוון לאחר מס (WACC) נאמד בכ- 11.5% (מעוגל). שיעור ההיוון שאמדתי הוא גבוה משיעור ההיוון בהערכת שווי BOFA (11%).

10.2. אציין כי שיעור ההיוון שאמדתי הוא בהתאם ליחס מינוף של 12% (בהתאם ליחס המינוף הנורמטיבי בהתאם לחברות הפועלות בענף), וזאת לעומת BOFA שאמדו את שיעור ההיוון בהתאם ליחס המינוף בפועל, וזאת באופן שגוי לחלוטין. עם זאת, אציין כי שינוי יחס המינוף בשיעור ההיוון אליו הגעתי, תוך שימוש ביחס המינוף של החברה בפועל, מוביל לשיעור היוון של 11.58%.

11. צמיחה פרמננטית

11.1. הנחתי צמיחה פרמננטית בשנה המייצגת בשיעור של 3.5%, שיעור צמיחה זה מייצג קצב אינפלציה של 2.5%, גידול אוכלוסין של 0.75% ושיעור צמיחה ריאלי של תעשיית הגנריקה של 0.75% בעקבות עליה בתוחלת החיים והגידול בהוצאה לנפש בסגמנט זה. זאת, באופן זהיר ושמרני בלבד ואף שלטעמי היה צריך להניח צמיחה פרמננטית בשיעור גבוה משמעותית של כ- 4% בהתחשב בתחזיות הצמיחה של הענף.

12. נכסים פיננסיים, נטו

12.1. אמדנו את הנכסים הפיננסיים ליום הערכת השווי בסך של כ- 1,155 מיליון דולר ואת הנכסים האחרים נטו הערכנו בשווי של 108 מיליון דולר וזאת על בסיס הנתונים הקיימים בדוחותיה הכספיים של החברה.

13. נכס תביעה נגזרת

13.1. כפי שמפורט בבקשת האישור, תרו דיווחה כי היא שילמה למשרד המשפטים האמריקאי (DOJ) קנס בסך של 205.7 מיליון דולר לצורך יישוב התביעה הפלילית הפדראלית נגדה וכן סך נוסף של סך של 213.3 מיליון דולר, בכדי ליישב את התביעות האזרחיות של הרשויות הפדרליות. סה"כ שילמה תרו ארה"ב סך של 419 מיליון דולר לצורך יישוב הליכים פלילים ואזרחיים פדראליים. בנוסף, נגד תרו הוגשו מספר תביעות ייצוגיות על ידי צרכנים וקמעונאיים. תביעות אלו הסתיימו בהסכם פשרה בו נדרשה תרו לשלם סך של 67.7 מיליון דולר (שהופחת בסך של 7.96 מיליון דולר כתוצאה מהודעת פרישה של חלק מחברי הקבוצה). ישנן תביעות נוספות שמתנהלות נגד תרו בשל מעורבותה בקרטל שהתחייבויות העתידיות בגינן הוערכו בדוחות הכספיים (תחת סעיף settlement and loss contingencies) בסך של כ-141 מיליון דולר נוספים (יצוין כי הוועדה המיוחדת ביקשה מ-BoFA להציג תרחיש שבו ההתחייבויות יהיו כפולות, היינו בסך של יותר מ-280 מיליון דולר, בהתאם להערכת הנהלת החברה). כמו כן, הרשויות הטילו על תרו שלושה קנסות, בסך מצטבר של 26 מיליון דולר, בגין פרשת הדיווחים הכוזבים לתוכנית Medicaid.

13.2. בהתאם לכך, סה"כ הנזק שנגרם לתרו בשל הקרטל נאמד על ידי עורכי הדין בשלב זה בסך מינימאלי של 650 מיליון דולר. מתוך סך זה יש לייחס למיעוט סך של 139 מיליון דולר (לפי שיעור אחזקה של 21.5%). בבקשת האישור צוין כי בשלב זה אין לבצע הפחתות בסכום הנזק שנגרם לחברה בהתאם ל"דיסקאונט ליטיגציה", אולם לצורך חישוב שמרני וזהיר הונח דיסקאונט בשיעור של 75%. לפי דיסקאונט בשיעור זה, ערך התביעה הנגזרת, המיוחס למיעוט, נאמד בשלב זה בסך מינימאלי של 34 מיליון דולר.

14. הערכת השווי לחברת תרו באמצעות מודל DCF

להלן מודל ה DCF שערכנו בהתאם להנחות שפורטו לעיל

Column1	H2/2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	terminal
Net Revenue	322	679	734	792	832	873	913	954	992	1027	1063	1100
Growth		8.0%	8.0%	8.0%	5.0%	5.0%	4.5%	4.5%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%
Gross Profit	167	333	367	404	433	463	493	525	556	575	595	616
Gross Margin	51.9%	49.0%	50.0%	51.0%	52.0%	53.0%	54.0%	55.0%	56.0%	56.0%	56.0%	56.0%
R&D	34.00	65.89	62.36	57.84	50.75	52.41	54.77	57.23	59.52	61.60	63.76	65.99
	11%	9.70%	8.50%	7.30%	6.10%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Sales and Marketing	50.5	116.8	124.7	133.1	138.1	139.8	146.0	152.6	160.7	164.3	170.0	176.0
	15.7%	17.2%	17.0%	16.8%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%
General and Administra	42.50	84.92	88.04	87.15	83.19	78.61	82.15	85.85	89.28	92.41	95.64	98.99
	13.2%	12.5%	12.0%	11.0%	10.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
EBITDA	40	65	92	126	161	192	210	229	246	257	266	275
EBITDA Margin	12.4%	9.6%	12.5%	15.9%	19.3%	22.0%	23.0%	24.0%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
ADJ.EBITDA	40	66	92	127	161	193	211	230	247	258	267	276
ADJ.EBITDA Margin	12.4%	9.7%	12.6%	16.0%	19.4%	22.1%	23.1%	24.1%	24.9%	25.1%	25.1%	25.1%
D&A	16	32	33	34	36	37	38	39	41	42	44	28
ADJ.EBIT	24	34	59	92	126	156	173	190	206	215	223	248
TAX (20%)	4.8	6.8	11.8	18.5	25.2	31.2	34.5	38.1	41.2	43.1	44.6	49.6
Tax-Effectd Adj.EBIT	19.2	27.0	47.4	73.9	100.7	125.0	138.2	152.4	165.0	172.4	178.4	198.3
D&A	16	32.1	33.2	34.4	35.6	36.8	38.1	39.4	40.8	42.2	43.7	28.2
CAPEX	40.0	20.0	20.7	21.4	22.2	23.0	23.8	24.6	25.4	26.3	27.3	28.2
CAPEX Ratio	12.42%	2.94%	2.82%	2.70%	2.67%	2.63%	2.60%	2.58%	2.57%	2.57%	2.57%	2.57%
CHANGE in WNC	0	20	22	23	16	17	16	16	15	14	14	15
Free Cash Flow	-5	19	38	63	98	122	137	151	165	174	180	183

14.1. על פי מודל DCF אנו מעריכים את שווי הפעילות של חברת תרו בכ- 1.330 מיליארד דולר, ואת שווייה של החברה, בתוספת המזומנים נטו ונכסים אחרים ב 2.75 מיליארד דולר, המייצג מחיר של כ- 73.3 דולר למניה.

1,330	שווי פעילות
1,155	שווי מזומנים נטו
163	נכס תביעה נגזרת
108	שווי מיסים נדחים
2,756	שווי כולל
37.60	מספר מניות (במיליונים)
73.30	מחיר מניה

14.2. להלן טבלת רגישות להערכת שווי הפעילות כפונקציה של שיעור הצמיחה ושיעור ההיוון:

TARO	11.00%	11.25%	11.50%	11.75%	12.00%
3.20%	2,828	2,776	2,728	2,683	2,640
3.30%	2,839	2,786	2,737	2,691	2,648
3.40%	2,850	2,796	2,746	2,700	2,656
3.50%	2,861	2,807	2,756	2,708	2,664
3.60%	2,873	2,817	2,766	2,717	2,672
3.70%	2,884	2,828	2,776	2,726	2,680
3.80%	2,897	2,839	2,786	2,736	2,689

15. התייחסות לכשלים בהערכת שווי BOFA

להערכת, הערכת השווי שנעשתה לחברה על ידי BOFA רצופה בכשלים, אתייחס להלן למהותיים שבהם:

15.1 צמיחה פרמנטית

באופן תמוהה, בהנחה שאינה כלל סבירה ומקובלת מתודולוגית הניחו BOFA כי הצמיחה בשנה הפרמנטית תעמוד על 0%, כלומר ההנחה כי תהיה שחיקה ריאלית בפעילות החברה. הנחה זו אינה עולה בקנה מידה עם תחזיות הצמיחה בענף, עם הנחות מקובלות בהערכות שווי, הן בנוגע לחברות בענף והן בנוגע לענפים אחרים סולידיים יותר.

15.2 שיעור הרווחיות הגולמית

כיוון שבמודל תחזיות החברה הוצאות התפעול אינן מושפעות מהשינוי בהכנסות השינוי בשיעור הרווח בגולמי משפיע באופן ישיר על שיעור הרווח התפעולי/EBITDA של החברה. יש להדגיש כי התוצאות בפועל לשנת 2024 מביאות לשיעור רווח גולמי של כ- 48.5%, כאשר במחצית השנייה של השנה שיעור הרווח הגולמי עמד על כ- 52%. BOFA עדכנה את הערכת השווי שביצעה בינואר 2024, רק סביר להניח כי במועד זה לנגד הנהלת החברה היו תוצאות הרבעון השלישי המראות רווחיות גולמית של כ- 51% מההכנסות.

את חוסר סבירות שיעור הרווחיות שהניחה החברה ניתן לנתח גם דרך פילוח הרווחיות הגולמית בחלוקה לשלושה מקורות הכנסה: הכנסות מהמוצרים הקיימים, פעילות אלקמה והכנסות ממוצרים חדשים. כפי שמוצג בהערכת השווי של BOFA בשנת 2028 ההכנסות מהמוצרים הקיימים תסתכם לסך של כ- 491 מיליון דולר, ההכנסות מפעילות אלקמה תסתכם לסך של כ- 428 מיליון דולר וההכנסות ממוצרים חדשים תסתכם לסך של כ- 170 מיליון דולר. ובסך הכל הכנסות של כ- 789 מיליון דולר.

שיעור הרווחיות הגולמית המשוקלל שהונח ע"י BOFA הינו 47.4%, כאשר שיעור הרווחיות הגולמית של אלקמה הונח שיהיה 69.3%. באם נניח הנחה שמרנית ששיעור הרווחיות הגולמית של המוצרים החדשים בשנה זו הינו 60% אזי שיעור הרווחיות הגולמית הנגזר של המוצרים הקיימים הינו כ- 37% בלבד!

שיעור הוצאות התפעול מההכנסות עומד על כ- 40% בהתאם לתחזיות ההנהלה, המשמעות הכלכלית לכך, הינה **שהתרומה השולית של המוצרים הקיימים לרווחיות החברה הינה שלילית**. במקרה כזה החברה צריכה לסגור קווי יצור של תרופות לא רווחיות ולחסוך עלויות.

לא זו אף זו, שיעור הרווחיות הגולמית של חברות ההשוואה שבחרו BOFA כמייצגות לחברה נשוא הערכה עומד על כ- 56% בשנת 2024.

15.3 שיעור ה- EBITDA

שיעור ה- EBITDA המייצג שהניחו BOFA הינו 11.7% (שכאמור נגזר משיעור רווחיות גולמית נמוך שהונח), נמוך משמעותית משיעור ה- EBITDA המתואם של החברה בשנים האחרונות. בשנות התחזית BOFA הניחו שיעור ה- EBITDA, שנעים בין 5.5% בשנות התחזית המוקדמות ל-12.4% בשנות התחזית המאוחרות.

הנחת הבסיס בהערכות שווי הינה שבטווח הארוך חברות דומות הפועלות בשוק משוכלל יציגו שיעורי רווחיות דומים.

שיעור ה- EBITDA של חברות ההשוואה שבחרו BOFA כמייצגות לחברה נשוא הערכה עומד על כ- 27% בשנת 2024, כאשר הרף הנמוך ביותר הינו 19%.

על פי המחקר של ג'פריז שיעור ה- EBITDA החזוי בתעשייה צפוי לעמוד על כ- 29% בשנת 2025. בנוסף, שיעור ה- EBITDA חורג מהתוצאות הכספיות של החברה בעבר. כפי שציינתי לעיל, ששיעורי ה EBITDA ההיסטוריים של החברה גבוהים משמעותית באופן מסורתי מהתעשייה ועומדים בממוצע על 42.4% לעומת ממוצע של כ 29% בלבד בתעשייה כולה. שיעור ה- EBITDA של החברה בשנים 2018-2022 עמדה בממוצע על כ-38% ובשנת 2022 הוא עמד על כ-27%.

כפי שמצוין במצגת BOFA בשנת 2023 הייתה עלייה משמעותית בשיעור של 50% בהוצאות התפעוליות של החברה בשנה זו: מסך 168 מיליון דולר בשנת 2022 לסך 251 מיליון דולר בשנת 2023. הגידול הנ"ל בסך של כ-84 מיליון דולר, שנרשם בסעיף הוצאות שיווק ומכירות (גידול של 56 מיליון דולר) וסעיף הנהלה וכלליות (גידול של 29 מיליון דולר) יוחס בעיקרו להוספת ההוצאות התפעוליות של חברת אלקמה. מחזור המכירות של אלקמה בשנת 2023 עמד על סך של כ-100 מיליון דולר. היינו, לפי שיעור רווחיות גולמית של כ-70%, הרווח הגולמי של החברה עמד בשנה זו כל כ-70 מיליון דולר. ייחוס הגידול בהוצאות התפעוליות באופן פרמננטי, בסך של 84 מיליון דולר, לחברת אלקמה מוביל למסקנה כי החברה, שנרכשה שנה קודם ב-100 מיליון דולר, מניבה הפסד תפעולי של כ-15 מיליון דולר.

להערכתו, הנחת שיעור EBITDA של כ- 12% ולאורך שנות התחזית אינה סבירה בנסיבות העניין.

הנחת שיעור רווחיות EBITDA מייצג של 20% החל משנת 2028 תביא לגידול בשווי החברה שהתקבל על ידי BOFA בסך של כ- 365 מיליון דולר.

עוד אציין כי הערכת השווי של BOFA החלה בתחזית עבור שני הרבעונים האחרונים של השנה הפיסקאלית 2024 ולפיה שיעור רווחיות EBITDA הוא של 5.5%. תוצאות החברה בפועל ברבעונים אלו, שפורסמו בסמוך לאישור העסקה, הראו שיעור רווחיות EBITDA של 13.2%.

15.4. נכסים אחרים ותביעה נגזרת

15.5. ליום הערכת השווי לחברה קיימים נכסים אחרים, נטו של כ- 108 מיליון דולר ונכס עודף בגין תביעה נגזרת. נציין כי לא ביצענו הערכת שווי לתביעה הנגזרת שכן זהו אינו תחום המומחיות שלנו, אך כפי שנמסר לנו מעורכי הדין, להערכתם שווי התביעה הנגזרת עומד על 163 מיליון דולר, BOFA התעלמו מנכסים בהערכת השווי שביצעו.

16. סינרגיה עתידיות בין סאן לתרו, בהתאם לתוכניתיה של בעלת השליטה, שאינן מותנות בהשלמת

העסקה

16.1. על בסיס פסי"ד קיטאל: "הוחלט ברוב דעות של השופטים י' דנציגר, א' רובינשטיין, ס' גובראן וא' חיות, כי יש להעדיף את שיטת ה-DCF כשיטת בסיס להערכת השווי ההוגן של המניות בהצעת רכש מלאה".

16.2. וכפי שנכתב באותה הפסיקה: "הערכת שווי המניות תיעשה נכון למועד הגשת הצעת הרכש ולא לאחריו, וכי לא ייכללו בה הרווחים הצפויים לבעל השליטה בעקבות הרכישה עצמה. **ודוק: את הרווחים הצפויים מהשקעותיה העתידיות של החברה, הידועות לבעל השליטה עובר למועד הרכישה, יש להביא בחשבון במסגרת ההערכה.**"

16.3. אציין כי בדוח העסקה צוין כי לסאן יש תוכניות אסטרטגיות עתידיות לתרו, לרבות תוך מתן גישה לתרו למשאב המחקר והפיתוח של סאן שיסייעו בשיפור צינור המוצרים של סאן. תוכניות אסטרטגיות אלו שמתבססות על סינרגיות עתידיות נוספות בין סאן לתרו אינן מותנות בהשלמת העסקה, שכן סאן מחזיקה בכ-85% מזכויות ההצבעה בחברה והיא כבר בעלת השליטה בחברה. אין שום מניעה בפני סאן לממש את התוכניות האסטרטגיות הללו גם במבנה האחזקה של החברה טרם השלמת עסקת המיזוג ורכישת המיעוט החוצה.

16.4. בתחזיות ההנהלה שנמסרו ל-BOFA אין כל התייחסות לתוכניות אסטרטגיות אלו של סאן.

16.5. בהיעדר מידע קונקרטי ביחס לתוכניות האסטרטגיות של בעלת השליטה אין ביכולתי להעריך את השפעתן על שווייה של החברה.

16.6. עם זאת, לטעמי ניתן להעריך את השפעת תוכניות אלו באופן שמרני וזהיר לצורכי שלב זה, וזאת עד לקבלת מידע מלא מבעלת השליטה, באמצעות הערכת הפרמיה שעל סאן היה לשלם לציבור עבור רכישת השליטה המלאה (100%) בחברה.

16.7. במחקר שנערך בישראל אמדו ברק ולאורטובד³ את ערכה של פרמיית השליטה בהתבסס על נתונים מ-54 עסקאות גדולות בישראל ומצאו כי הפרמיה ששולמה בעסקאות אלו עמדה בממוצע על 32% מההון העצמי של החברה.

16.8. מחקר נוסף שנערך על ידי המחלקה הכלכלית ברשות ני"ע נמצא כי טווח פרמיית השליטה נע בין 19% ל-30% בהתאם לכוח המיקוח של הצדדים בעסקה. נציין בהקשר זה כי בעסקאות מסוג מיזוג משולש הופכי כוח המיקוח של הציבור קטן משמעותית מאשר בהצעות רכש רגילות וזאת משום ששיעור ההסכמה האקטיבי הנדרש נמוך משמעותית.

16.9. מחקרם של Schroth & Albuquerque הצביע על הבדלים בגודל גרעין השליטה בחברות והראה כי ברוב המקרים עלייה בגודל גרעין השליטה מצביע על עלייה בשיעור פרמיית השליטה⁴.

16.10. גם החוקרים Mihir A. Desai and C. Fritz Foley⁵ מצאו במחקרם שהתפרסם ב-Journal of Finance שישנו קשר ישיר בין גודל גרעין השליטה לבין שיעור פרמיית השליטה.

16.11. על כן, במקרה שלפנינו סאן הייתה אמורה לשקלל בתוכה פרמיית שליטה גבוהה יותר מהממוצע שכן בהצעתה היא רוכשת שליטה מלאה של 100% בתרו, שהייתה אמורה לשקף את התועלות שסאן צופה.

סיכום – תמחור פרמיית השליטה בתרו

Ronen Barak & Beni Lauterbach, Estimating the Private Benefits of Control from Partial Control. Transfers: Methodology and Evidence, 2 INT'L J. CORP. GOV. 183 (2011)

R. Albuquerque and E. Schroth, 'Quantifying Private Benefits of Control from a Structural Model of Block Trades', Journal of Financial Economics, Elsevier, 96(1), 2010, pp. 33-55

The Value of Control and the Costs of Illiquidity," by Mihir A. Desai and C. Fritz Foley, published in the Journal of Financial Economics, vol. 80, no. 2, May 2006, pp. 259-292.

16.12. על פי המחקרים שהצגנו, פרמיית השליטה על חברת תרו מוערכת על ידנו בכ 30% מההון העצמי של החברה, הונה העצמי של החברה עומד נכון ליום 31.12.2023 על 1.73 מיליארד דולר. כלומר, פרמיית השליטה הראויה שעל רוכש פוטנציאלי לשלם עבור רכישת השליטה (100%) בחברת תרו, הינה כ-519 מיליון דולר.

17. חישוב הנזק לקבוצה המיוצגת

- א. כפי שהצגנו לעיל השווי הכולל של החברה אליו הגענו בהתאם למודל DCF עומד על כ-2.7 מיליארד דולר.
- ב. הצעת המיזוג המשולש ההופכי אשר אושרה ביום 22.5.2024 באספה של חברת תרו משקפת שווי של כ 1.616 מיליארד דולר בלבד.
- ג. לפיכך הנזק שנגרם לכלל בעלי המניות מהציבור (לפי שיעור החזקה של 21.5%) הינו כ-233 מיליון דולר.

18. מקורות מידע

- 18.1. אתר החברה <https://www.taro.com>.
- 18.2. הדוחות הכספיים של החברה.
- 18.3. מאמרים המאזכרים בגוף העבודה.
- 18.4. IQVIA : US-India Medicine Partnership,
- 18.5. india's contribution to US healthcare system, April 2024
- 18.6. סקירה של ג'פריס על הענף הגנרי במסגרת אנליזה לחברת סנדוז.
- 18.7. פסיקות רלוונטיות המוזכרות בגוף העבודה.
- 18.8. טיוטת הבקשה לאישור כנגד החברה.

19. תמצית השכלה וניסיון של הכותב

השכלה:

- תואר ראשון בכלכלה ומנהל עסקים מאוניברסיטת בן גוריון.
- תואר שני בכלכלה עם התמחות במימון במסלול מצטיינים מאוניברסיטת בן גוריון.
- יועץ אסטרטגי מוסמך מטעם הטכניון.
- הכשרת עדים מומחים – המכון הישראלי לחוות דעת מומחים.

ניסיון מקצועי:

- מנכ"ל ובעלים של "מאקרו פיננסים בע"מ" אשר נותנת שירותי ייעוץ פיננסי, אנליזה, ניהול הון לתאגידיים וחוות דעת כלכליות.
- מחקרים אקדמיים בתחום דירוגי אשראי ופרמיות סיכון של חברות ומדינות.
- מעל 14 שנים ניסיון בשוק ההון.

- מנהל השקעות בגופים המוסדיים הגדולים בישראל, ביניהם: מנורה פיננסים ו'עמיתים' - קרנות הפנסיה הוותיקות.
- בתפקידו האחרון כשכיר היה מנהל תיק האג"ח של קופות הגמל בעמיתים.
- כתיבת חוות דעת פנימיות רבות עבור 'עמיתים', מנקודת מבטם של בעלי מניות המיעוט, אשר שימשו כעוגן לקבלת החלטות ב'עמיתים'.
- מרצה באקדמיה לפיננסים BDO.
- כתיבת עשרות חוות דעת במסגרת תביעות ייצוגיות ונגזרות.

רשימת חוות דעת מרכזיות:

- חוות דעת מומחה, הערכת הנזק שנגרם לבעלי מניות המיעוט בעקבות גיבוש גרעין שליטה בחברת שופרסל ללא הצעת רכש, אפריל 2024 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת נזק שנגרם לעמיתי "אקסלנס השתלמות כללי" שהועברו ללא הסכמתם בעקבות המיזוג עם הפניקס למסלול "אקסלנס השתלמות לטווח קצר", פברואר 2024 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת נזק שנגרם לבעלי מניות טריא בעקבות נתונים מטעים וחסרים טרום עסקת מיזוג בין לוזון נדל"ן לבין טריא ישראל, אוגוסט 2023 ;
- חוות דעת מומחה, שיעורי הריבית במחירוני הבנקים מול הריבית הממוצעת המשולמת על ידם, יולי 2023 ;
- חוות דעת מומחה, מרווחי האשראי בבנקים והערכת הנזק לעניין ריבית על ההלוואות במערכת הבנקאית, יוני 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אמידת הנזק הכלכלי שנגרם לבעלי מניות נטו מלינדה בעקבות חיזוק גרעין השליטה בנטו אחזקות שלא כדן, יוני 2023 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת גובה ריבית סבירה ביתרת זכות בעו"ש והערכת הנזק לעניין ריבית פיקדונות במערכת הבנקאית, יוני 2023 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת הנזק שנגרם לבעלי מניות תדיראן בעקבות הטעיה והסתרת מידע מהותי בנוגע לשינויים בסביבה העסקית של החברה, מאי 2023 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת שווי לחברת ישראלכרט, לצורך בחינת הוגנות העסקה למיזוג עם חברת הראל, תוך דחיית הצעה נגדית מחברת מנורה, מרץ 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי המניות של ורידיס, ניתוח השפעת דיווח מידי של החברה בגין תחילת חקירה פלילית, פברואר 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות אוגווינד, בדיקת השפעת דיווח ביטול התקשרות עם חח"י בעקבות מצג שווא של החברה לגבי יעילות מוצריה, פברואר 2023 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי אג"ח של גיבוי ואחזקות, קביעת נזק בשל רכישת אג"ח ע"י הציבור נוכח הסתרה ואי גילוי מידע מהותי על ידי החברה, אוקטובר 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות יונט קרדיט בעקבות ליקויים שהתגלו בבקרה הפנימית וחשדות פליליים כנגד המנכ"ל, יוני 2022 ;

- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות נורסטאר בעקבות החלטת הדירקטוריון לחלוקת דיבידנד בעין אשר יוביל לאובדן שליטה בחברת הבת גזית גלוב, אפריל 2022 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות האב אבטחת מידע, איחור בדיווח על ביטול זכיית החברה במכרז, מרץ 2022 ;
- חוות דעת מומחה, הערכת שווי לידר החזקות לצורך סעד הערכה לבחינת הצעת רכש של החברה, יולי 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות הפניקס, קביעת הנזק בעקבות גילוי פרשת התיארוך לאחור של פוליסות הביטוח של טייסי אל על, יוני 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם למחזיקי אג"ח דלק קבוצה, ניתוח הנזק שנגרם בעקבות פרסום דוח תזרים מזומנים מטעה, מאי 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות אורמת, זאת בעקבות פרשת "דוח הינדנבורג" אשר העלה חשדות לשחיתות בין-לאומית נרחבת, מרץ 2021 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות יעקובי קבוצה, נזק בגין פרסום מידע שגוי בתשקיף ובדוחות הכספיים, דצמבר 2020 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן הנזק שנגרם לבעלי מניות פוקס, בחינת השפעת עיכוב בדיווח על עסקת גימבו, ספטמבר 2020 ;
- חוות דעת מומחה, בחינת חוות דעת כלכלית לצורך מיזוג משולש הופכי בין יואל לאקוויטל. אשר הובילה לתשלום פרמיית שליטה חריגה, דצמבר 2018 ;
- חוות דעת מומחה, אומדן שנגרם למחזיקי אג"ח אול-יר, אמידת הנזק שנגרם לבעלי אגרות החוב בעקבות גילוי אודות כשלים חמורים באפקטיביות הבקרה הפנימית של החברה, ינואר 2018 ;