

16.5.17

ישיבת Treasury ומימון

משתתפים

- אבישי רטנר, כלכלן, הזרע סידס
- אורית נחום, כלכלנית ראשית, Walk Me
- איגור ואטנמכר גזבר קבוצת אבגול
- אילן קולוף מנהל החוב הגלובלי, טבע
- ג'רמי רוס כלכלן ראשי וגזבר אריסון השקעות
- חן סאיאס, מנהל אשראי וגביה, הזרע סידס
- טיקו גדות CFO חברת נמלי ישראל
- כנרת בן אשר, מנהלת איגוד הכלכלנים
- לירון שרון דירקטור FP&A סייברארק
- עידו צמרת גזבר נטפים
- רועי דילמניאן, דירקטור בכיר לכלכלה וגזברות, קליקסופטוור טכנולוגיות
- שירן דוד, שיווק וקשרי חברים, איגוד הכלכלנים
- תמיר שגיא גזבר XT GROUP
- תמר אדלר, ראש אגף כלכלה, רכבת ישראל
- תמר גורדון, מנהלת אשראי וגביה, נטפים

אילן קולוף – אתגרי ה-TRASURY בטבע

טבע בנויה עם פעילות רבה בעולם ולכן יש גם פונקציות גזברות מקומיות לפי גודל הישות באותה מדינה – הודו, יפן, רוסיה ועוד. יש גם גזברות וחשבות משותפת במדינות בהן יש פעילות מצומצמת יותר.

גזברות צריכה להיות בפוקוס בחברות בהיקפים משמעותיים ובטבע לקחנו וניתחנו את כל הפעילות ובנינו מודל גזברות שנקרא SMART המחבר את הארגון בצורה חכמה ויעילה.

SOFISTICATED =S שהחברה תהיה יעילה ומתוחכמת במערכות ובכלי העבודה שלה (כיום מערכת של CITI של מעקב אחרי המזומן בארגון וביצוע תשלומים), ניהול מבנה הון והחוב.

MEASURABLE=M הגזברות מעניקה כלים מדידים ליחידות השונות בארגון – AP/AR, מדידת תפעוליות וביצועים בפועל – חשוב מאד בחברה שמדורגת בחוב (היום BBB ובסכנה לרדת משם), מדידה, מעקב ותחזית הוצאות המימון ובנוסף Total Shareholder's Return - מה בעלי המניות מקבלים כחזר להשקעתם בחברה (נמדד לפי מכלול של עליה במחיר המניה, דיבידנד שחולק ותכנית BUY BACK).

AWARENESS=A מודעות למזומנים ולתזרים המזומנים. כשהחברה משקיעה וקונה דברים – מתי זה יניב מזומנים. המודעות הזו משמעותית. אם יש הצטברות מזומנים בחברות הבנות בקבוצה – איך לנהל ולנייד אותו. המודעות היא גם למאקרו כלכלה ולמיקרו בכל מדינות הפעילות. כמובן גם מודעות לרמאיות ונסיונות גניבה כמו בעולמות סייבר. כל כתובת מייל שמגיעה אלינו ואם זה לא דומיין מוכר – כתוב עליו בגדול EXTERNAL.

RESOURCES=R משאבי הגזברות הם הכסף – שווקי ההון, החוב, המערכת הבנקאית ותזרים המזומנים של החברה.

TRANSFORMATION= הארגון עבר טרנספורמציה משמעותית לפני שלוש שנים, לרבות בתחומי הגזברות. ערן עזרא שינה את כל הארגון מגזברויות מבזרות לשליטה מאד מתוחכמת ויפה בכלל העולם ע"י מעבר מגזברויות מבזרות לוקליות לגזברויות אזוריות המדווחות לגזבר הגלובלי.

כפי שצוין, יש היום שלוש גזברויות אזוריות אשר מתחתן 7 תת אזוריות. במקרה בטבע האזוריים ששורפים מזומנים הם אסיה והמזרח הרחוק שבעיקר מייצר עבור אירופה וארה"ב שמשם מגיעים המזומנים. ערן עזרא הוא הגזבר הגלובלי ואחראי גם על ניהול הסיכונים של הקבוצה כולה והביטוחים שלה – מודל מוכר אשר מיושם בחברות בינלאומיות בעולם כולו. בנוסף לשלושת הגזברים האזוריים קיים גם גזבר יחידות המטה – ניהול כלל המזומנים בקבוצה, ניהול החוב, גידור בהיקף של מיליארדי דולרים באמצעות מיכאל בן משה אשר מהווה חדר עסקאות בפני עצמו. יש אחריות במטה גם על ניטור ומעקב אחר ביצועי ה AR/AP ובנוסף אחראי על המערכות השונות של הגזברות (Sungard, Swift).

לפני שאכנס לפרטי המימון של הרכישה הגדולה בתולדותיה של טבע והשוק הישראלי, אספר בקצרה על הרקע לרכישה. במאי 2015 הכרזנו שאנחנו רוצים לרכוש את מיילן לפי \$83 למניה – מחיר מצויין. הנהלת מיילן התנגדה נחרצות לרכישה ע"י טבע והדין דברים בין ההנהלות התנהלו על פני ערוצי התקשורת. לאחר החלפת דברים אלו הוחלט בטבע לנסות ולבצע השתלטות עוינת. טבע רכשה 4.6% ממניות מיילן במיליארד ו-600 מיליון דולר. חודשיים לאחר מכן נעשה ברור שאנחנו עומדים בפני תהליך משפטי ממושך, כואב, יקר וכזה שהשוק לא אוהב, ובד בבד חזרה לתמונה אלרגן כיעד רכישה, הוחלט לזנוח את מיילן ולפנות לעסקת אלרגן. המחיר היה גבוה יותר, והמימון קפץ ל-40.5 מיליארד דולר, יותר מההון העצמי של טבע.

נדרשנו לגיוס משמעותי למרות של 33.75 מיליארד דולר והיתרה תוענק לאלרגן בדמות מניות טבע.

בכדי להיערך למימון הרכישה ראשית מפינו את האתגרים – תגובת השוק היתה אוהדת לעסקה שעל השולחן מסיבות אסטרטגיות וכן מהעובדה שזו עסקה בהסכמה ולא עוינת. עם זאת, נדרשנו להציג יכולת פיננסית לביצוע הרכישה באופן מהיר על מנת לחתום על מסמך הכוונות ולהתקדם לשלבים הבאים ברכישה. קיבלנו התחייבויות להלוואת גישור מ 10 בנקים מובילים בינלאומיים בכדי להציג לאלרגן שהמימון מובטח, מהלך שבלעדיו לא ניתן היה להתקדם בעסקה. הלוואה זו היתה על בסיס העבודה שהכנו לקראת מיילן, למרות שהיה משמעותי יותר בגודלו. זו אחת מ-10 הלוואות הגישור הגדולות בעולם. לכל אורך הדרך עקבנו אחר השלכות העסקה והמימון, מצב השווקים והדירוג שלנו והיכולת לבצע עסקאות נוספות בעתיד.

תכנון זהיר – דיונים אינספור לאורך שעות וימים הובילו לחתימה על הלוואת הגישור עם 10 בנקים גדולים בהיקף של 27 מיליארד דולר לגיוס חוב ועוד 6.75 מיליארד להנפקת הון. היועצים אמרו ש-3 בנקים זה מספיק, אבל בחרנו להוסיף עוד בנקים כדי לא להיות חייבים כל כך הרבה לכל כך מעט. 10 בנקים גדולים שאנחנו עובדים איתם בעולם כבר הרבה זמן וזה עזר מאד לתיחור בינם לבין עצמם, בעיקר בין הבנקים היפנים שבאים מסביבת ריבית נמוכה מאד.

ההסכם נחתם כחודשיים לאחר מכן בספטמבר 15 ובנובמבר הוספנו עוד 12 בנקים ב-TIER2, שהוסיפו לסינדיקציה עוד 5 מיליארד דולר הלוואה כדי לצמצם את הלוואת הגישור.

בשלב השלישי בדצמבר יצאנו להנפקת הון בשוק בארה"ב בהיקף של 7.4 מיליארד דולר (מעל המטרה שנקבעה) גם במניות רגילות וגם במניות בכורה המירות לאחר 3 שנים עם שיעור דיבידנד מועדף של 7%. מכשיר זה אינו מקובל בארץ אך קיבלנו את אישורה של הרשות לניירות ערך תוך התחייבות שהמרת המניות תתרחש אך ורק ל מניות תחת תכנית ה ADR שלנו בארה"ב. מחיר המניה תוך כדי העסקה עלה משמעותית והיו ביקושי יתר משמעותיים של פי 3.

בשלב הבא, ביולי 16 לאחר כל הקשיים של רשות ההגבלים העסקיים שרצתה שנמכור קווי עסק שלנו בגלל הפגיעה האפשרית בתחרות, הנפקנו את החוב בהיקף של 20.4 מיליארד דולר, שהוא

ההנפקה שגורמת לתשלום שוטף (שלא כמו הנפקת ההון). היינו שמרנים מאד וחיכינו עם זה עד שהיו כל האישורים ההולמים כדי לא לשלם תקופה ארוכה על חוב יקר לחינם. רק ביולי יצאנו לשוק עם שלושה סוגי מטבעות בהנפקת החוב (דולר, יורו ופרנק שוויצרי).

באוגוסט עלתה השאלה – האם את ה-2 מיליארד שהיו חסרים לנו לקחת בהלוואת גישור על אף העמלות הגבוהות או להשתמש ב-CREDIT FACILITY שיש לנו ולהחזיר אותם ממכירות קווי העסקים.

הכל מתכנס לניהול סיכונים בהנפקה ובמימון. הסיכונים היו משמעותיים – הבטחות לעליות ריבית למשל, שמתחילות להתממש עכשיו. ביצענו גידורים על ה-10Y וה-7Y במהלך כמה חודשים מאוגוסט עד נובמבר. בינואר הבורסה הסינית קרסה ומשכה את העולם למטה וכל הגידורים עברו להפסד אך עם זאת הרווחנו משמעותית יותר ממחירי הנפקה מצויינים.

ניהול הסיכון כולל גם להקשיב ליועצים ולא לבצע כל דבר שהם אומרים (גם הם גוזרים קופון בסופו של דבר...).

אסטרטגיה של ניהול הקשר בין הבנקים – 10 גדולים שכל אחד רוצה נתח בכל דבר – הנפקת חוב, הנפקת הון, פעילות הגידור של הרבית והלוואת סינדיקציה להחלפת חלק מהלוואות הגישור. אלה ארבע פעילויות וכל בנק יקבל 2-3 מהם ולא הכל. לקחנו בשלב מסוים יועץ חיצוני – רוטשילד, שיבקר ויתנו ערך מוסף ותובנות על ניהול הקונסורציום. היו להם כמה תובנות לאורך התהליך, כאלו שרק בנק יכול להבין, לדוגמה זיהו שבנק מסוים מושך לכיוון מסוים שהוא כנראה באג'נדה שלו וכך ידענו לנטרל את הכוח שלו בנושא זה.

הנפקת הון לפני החוב – למקרה שהעסקה לא תצא לפועל במועד או בכלל אז אולי הנפקנו הון והחברה יכולה להשתמש בכסף אך אין עליו עלות מעבר לזו שהייתה במועד ההנפקה. אולם הנפקת חוב והוצאות המימון השוטפות בגינו עד למועד העסקה אם בכלל זה משמעותי ומשפיע על ה-P&L.

חברות הדירוג היו שותפות לתהליך לאורך כל הדרך. היינו עימם בקשר מתמיד כל חודש על המודלים, הדרך שלפנינו, ההיקפים הצפויים של הנפקות ההון והחוב ולמשש את הדופק שלהם על הדירוג שיתנו לנו.

ארבעת הפעילות שחולקו בין הבנקים חולקו לפי החוזקות והיכולות שלהם. לקחנו בנקים אירופאים להנפקה באירופה – זה להשתמש בחוזקות שלהם. בנקים אמריקאים יכולים להוביל בארה"ב ובגידור וכו'. היועץ החיצוני רוטשילד מיפה עבורנו את כל היכולות בשנתיים שלוש האחרונות וכך בנינו את תכנית הפעולה והחלוקה בין הבנקים כל סוג של פעילות.

בניית היחס בין החוב להון –

1. מדיניות פרופיל פיננסי – מעקב בכל עת על מה חשוב לנו
2. דילול בעלי מניות – לנהל מהצד המקצועי והשקול את הרצונות של בעלי המניות לא להידלדל כנגד אי הרצון להעמיס חוב גדול מדי.
3. יכולת הקיבולת של השוק – לתכנן את היקף הנפקת חוב או הון שלא תהיה גדולה מדי גם בשוק המקומי וגם בשוק הבינלאומי. גם המועד קריטי – להנפיק כשהריבית נמוכה כמובן.
4. ניטור עלות ההון ועלות החוב שלנו.
5. יכולת עתידית לבצע עסקאות עתידיות – ביצענו 4 רכישות נוספות מיד לאחר מכן כי היה לנו המרווח לעשות זאת בלי לאבד מדירוג החוב שלנו. ובנוסף גם הרכישה הכושלת של החברה המקסיקנית עם הרמאות שהיתה שם על הפורטפוליו שלא עבר למעשה FDA בארה"ב.

מבנה העסקה – \$6.75 מיליארד מניות של טבע ניתנו עם תחילת העסקה. ועוד סכום זהה לאחר הנפקת ההון. 22 מיליארד בהלוואת הגישור ועוד 5 בסנידיקציה השניה ועוד 2 ב-REVOLVER.

הנפקת ההון היתה מושלמת בעיתוי ומוצלחת באופן יוצא דופן. רוב החברות שמנפיקות, מחיר המניה יורד כדי שהמשקיעים ייהנו מיותר מניות, אבל המחיר שלנו עלה. המשקיעים היו מגוונים מאד ונוטים למשקיעי טווח ארוך שזה הפרופיל המתאים לנו.

מבנה החוב – דיון אינסופי עם הבנקים על בחירת השווקים, בחירת אורך החוב וכו'. מכשירי החוב שלנו – בחנו את כולם. חשבנו גם על אג"ח המיר – אבל זה לא הסתדר לאור הנפקת ההון הגדולה. מכשיר היברידי לטווח ארוך, שחברות הדירוג מסתכלות עליו רק כ-50% חוב בגלל הנחיתות שלו ליתר החובות – ולכן זה כלי מאד מעניין עבור חברה כמו טבע.

מבחינת הגישה לשווקים שקלנו גם את השוק בישראל אבל המשקיעים פה לא יכולים להכיל היקפים כמו שלנו.

בחנו תרחיש שמרני של חוב משמעותי לתקופות ארוכות הטווח ולא תשלומים ענקיים בטווח הקצר שיורדים לאחר מכן.

החוב נבנה לפי פרופיל הנכסים של טבע ביום שאחרי הרכישה – ביורו, בדולר, בפרנק שוויצרי ובפאונד וראינו שאפשר לעשות הגדלה של יורו. יש לי גידור טבעי באופן הזה – אפשר לקחת חוב שיצור גידור טבעי. הריביות בארה"ב כבר בעליה ובאירופה נמוכות מאד. גם את הלוואת הגישור שקלנו אם לקחת במטבעות רבים ובסוף לקחנו רק בדולר כי גם הבנקים לא אוהבים את זה.

יחס FIXED TO FLOAT – שיקול מעניין מאד. לפני ההנפקה היינו ב-75% ביעד של 70%. נקודת האיזון היא סביב ה-70%. סביבת הריבית משתנה תדיר ורצינו לדעת לאן נלך בתקופה הקרובה. להכניס את זה לדיון כל הזמן ולבחון מול הריבית הנוכחית. הדיון הזה רלוונטי בכל זמן נתון. אם אין מכשיר שמאפשר לשנות את היחס אפשר להשתמש ב-SWAPS.

עשינו לאחרונה פעילות שתשפיע על השנתיים שלוש הקרובות של טבע. זה לא משפיע המון אבל זה כן עוזר.

טיפים משמעותיים –

1. מו"מ קשוח על הלוואת הגישור – שם העלויות המשמעותיות.
2. ניהול זהיר וניהול סיכונים תפעולי של כל הרכב העסקה והבנקים המלווים.
3. דיאלוג שוטף ושקוף מול כל סוכנויות הדירוג. חשוב להם וחשוב גם לחברה – על הפידבק חזרה של איך להתנהל במהלך העסקה.
4. הון – לגייס כשאפשר כדי למקסם את ההנפקה עבור החברה.
5. חוב – לגייס רק כשצריך כי זה מאד יקר ומכביד על ההתנהלות השוטפת.
6. לוודא בכל עת שיש בנקים נכונים ורלוונטיים לשווקים אליהם מכוונים.
7. להחזיק תמיד בנק כגיבוי – אם בנק אחר יתקפל או יוצר צורך בהרחבת היקף הגיוס.
8. תרחישים – להקפיד לעשות כל הזמן מבחני גמישות והמרות ותרחישי קיצון כדי לדעת בכל עת איפה אנחנו עומדים.

עברה שנה מאז ההנפקה. איפה אנחנו היום?

- רמות החוב – 34.6 חוב, פרענו ברבעון הראשון 1.2 בלי שום תזרים מזומנים.
- תזרים תפעולי של 470 מיליון ברבעון.
- חשיפה מטבעית של 6 מיליארד דולר למטבעות רבים מאד .
- הוצאות מימון ברבעון הראשון של 235 מיליון.
- מינוף פיננסי של 49%.
- צפי פרעונות בשנים הקרובות – 2018 תהיה שנה קשה.
- מבנה חוב קצר מול ארוך – תמיד להקפיד לדעת איפה בדיוק אנחנו נמצאים.
- 81% מהחוב באג"ח – מאפשר עוד סיבוב גיוס מול בנקים.
- 82% חוב קבוע - למרות היעד של 70% מהסיבה הפשוטה שמאז פרענו 5 מיליארד דולר חוב ברובו חוב בריבית משתנה כך שתמהיל החוב בריבית קבוע עלה יחסית.
- יחס חוב ל-EBITDA וגם לפי מדד מודי – כשהם משנים את המתודולוגיה חשוב לי לדעת מה הם רואים (למשל הוספת הליסינג לחוב שמודי מבצעת כהתאמה). קיבלנו שנה וחצי גרייס לאחר העסקה להראות יחס משופר.
- חשוב לעקוב אחרי מיפוי החוב לפי מטבע, לפי מכשיר ולפי שוק גאוגרפי של החוב. למשל את היפני של השנה כבר מחזרתי לחמש שנים קדימה. לשנה הזו אין לי כבר חובות לשלם חוץ מה-REVOLVER. אנחנו הולכים למכור חלק מקווי העסקים הקטנים שלנו וכמה נכסי נדלן לטובת פרעון החובות שיהיו MATURE ב-2018. גם בלי זה נעמוד בפרעון משמעותי של הלוואות 2018 באמצעות תזרים המזומנים מהפעילות השוטפת של יתרת השנה.
- תכנון קדימה ל-2018, אפשר למחזר חלק בעיקר מה שמייצר גידור טבעי.

הון חוזר ומזומן –

ההון החוזר הוא מקור התזרים למימון. זו תרומה משמעותית של הגזברות לארגון בשוטף. AP, AR וניהול מלאי (מה שאפשר לעשות בשוק מסוים).

שלושה צעדים –

1. לייצר שקיפות ברורה
  2. ליישם פתרונות פיננסיים לטווח קצר – איגוח חובות לקוחות (AR) בריבית נמוכה, הגדלת ימי ספקים מול הבנקים. זה משפר תזרים בטווח הקצר. ניהול מלאי. יש חברת בת של BNP שמציעה לנו לקנות מהספק שלנו ולמכור לנו בתנאי תשלום מועדפים עם עלויות מימון מסוימות.
  3. שליטה מלאה ויומיומית את כל הגביה, כל תנועות הבנקים, כל ההתאמות, מדדי ביצוע.
- יש לנו מערכת של TRASURY INSIGHTS שנותנת לנו דוח יומיומי ברמת מגזר גאוגרפי וסקטוריאלי של מיפוי של הלקוחות (AR), ספקים (AP), זה נותן לעסק אפשרות לדעת איפה אפשר להשתפר ולהתייעל ולנהל מו"מ טובים יותר מול ספקים ולקוחות. המערכת נותנת גם חיתוכים מלאים של OPEX/CAPEX מתוך ה-SAP/ERP.

בבניית תזרים המזומנים בשליטתנו ה-SECURITIZATION בצד הנכנס ובצד היוצא - שינוי תנאי תשלום.

דוח מזומנים שבועי – הולך להנהלה – כמה כסף יש לי בלי כל המימון. הדוח בוחן ברמה שבועית את תזרים המזומנים הנקי בשיטה הישירה – שינויים במצבת הכסף בנטרול תנועות מימון (החזר/נטילת הלואות וכיוב').

יש לנו מערכת באמצעות הסוויפט וה-ERP שנותנת תחזית מדויקת לחודשיים-שלושה קדימה. כל החשבוניות שבמערכת עם תנאי התשלום שלהן לפי אזורים גאוגרפיים. אנחנו גם מודדים את עצמנו לפי קצב הזנת החשבוניות למערכת כי זה ימים שעולים הרבה כסף.

SUPPLY CHAIN ANALITICS – מדידה פנימית שעומדת להיכנס שתפשר ניהול מלאי יעיל לפי חסרונות ויתרונות שייבחנו כדי לשפר את ההון החוזר.

בניהול הון חוזר לטווח ארוך – נתנו הנחיה של 60/60 – ימי גביה נגד ימי תשלום כדי להתאזן. תמרוץ להצלחה לפי KPI וכן – KPI שמפורסמים ע"י הגזברות לכולם ומאפשרים לשפר ולהתייעל.

<< אתם עושים גם הגנות מטבע על רה"ס או רק על המאזן?

כן. ברווח והפסד רק על עסקאות מסוימות. גם על סחורות לעתים כשיש צורך. בעולם של החוב אנחנו עושים הגנת מטבעות, PRE-HEDGE על ההנפקה ו-INTEREST SWAPS. הריבית הממוצעת היתה 2.12% על ההנפקה. גם כששקלנו את ההפסד על ההגנות זה רק 2.32%. מאד זול.

<< CITI DIRECT – אתם עובדים גם עם בנקים אקזוטיים יותר?

כן, אבל לא כולם יודעים ויכולים לשדר את הנתונים למערכת. גם הישראלים למשל תפעולית לא יכולים לשלוח 940MT והמערכות בעברית לא מתחברות. יש בנקים שאי אפשר לסנכרן, אבל עדיין אנחנו ב-90% מהיקף התנועות בתוך המערכת. היתרה מבוצעת ידנית עם התאמות.

רשמה: עו"ד מיכל קורן, מנהלת תוכן, איגוד הכלכלנים