

## בדרך להערכת שווי חברת גבעות עולם ומנית גבעות יהש

### חלק א' – גישות להערכת שווי נכסים

בימים הבאים נפרסם מספר מאמרים בנושא הערכת שווי חברות ומניות, כאשר המטרה הסופית שלנו היא להעריך את שווייה ההוגן של חברת גבעות עולם חיפושי נפט - שותפות מוגבלת (1993) (להלן "החברה") ומשווי זה לגזור את שוויים הכלכלי של מניית גבעות יהש (להלן "המניה"). במאמר זה שני פרקים, הפרק הראשון מתמקד בהסברים והגדרות של שווי הוגן וגישות להערכת שווי נכסים. הפרק השני בוחן את סבירויות השווי האפשרי הן של החברה והן של המניה, על בסיס שיטת המכפיל ונתונים של חברות ציבוריות הנסחרות בבורסת הנאסד"ק בארה"ב, תחת הנחות שונות.

### פרק ראשון - גישות להערכת שווי נכסים

#### 1. שווי הוגן

המושג "שווי הוגן" לקוח מעולם התוכן החשבונאי. "שווי הוגן" (Fair Value) מוגדר כשווי שבו נכס יימכר בעסקה שבין מוכר מרצון וקונה מרצון, כאשר אף צד אינו פועל תחת מגבלה או לחץ, כששני הצדדים פועלים באופן רציונאלי, מכירים באופן סביר את כל העובדות והנסיבות הרלוונטיות וכל צד מבקש להשיא את תועלתו הכלכלית. שווי זה נקבע על ידי שימוש באחת משלוש גישות מרכזיות: גישת ההכנסות/הרווח, גישת העלות וגישת השוק. התיאוריה הכלכלית הקלאסית גורסת, כי שווי הוגן נקבע בשווקים משוכללים בהם האינפורמציה מלאה ועל בסיס עסקה בתהליך של "ממוכר מרצון לקונה מרצון" (At arm's length).

#### 2. גישות להערכת שווי נכסים

ככלל, קיימות מספר רב של גישות להערכת שווי נכסים. מטבע הדברים, לכל גישה יתרונות וחסרונות ויש לנקוט בה בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומטרתה. להלן שלוש הגישות הכלכליות להערכת שווי נכסים:

#### א) גישת ההכנסות

גישה זו נפוצה מאד ונחשבת כמבוססת ביותר, הן מבחינה כלכלית – תיאורטית והן מבחינה מימונית – פרקטית. גישה זו מנתחת ומוודדת את התוחלת המהוונת של התמורה הכלכלית התזרימית העתידית (DCF) הצפויה לנבוע מהנכס המוערך. זרמי מזומנים חזויים אלה מהוונים למועד ההערכה על פי שיעור היוון המותאם, בין היתר, למידת הסיכון הגלומה בתחזיות על פני משך אופק ההיוון. בהערכת שווי על בסיס גישה זו נהוג להשתמש בשיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows), הנגזרת מהגישה הכלכלית האמורה.

**ג) גישת העלות**

גישה זו מודדת את שווי של הנכס על בסיס עלות ייצורו או על בסיס "עלויות השחלוף" שלו עד למועד ההערכה. בגישה זו מודדים את עלויות פיתוח הנכס, תוך התייחסות לעלויות אותן הייתה מוציאה "חברה נורמטיבית" בפיתוח האמור, לו התחילה מבראשית. גישה זו מבוססת על עקרון כלכלי המניח כי משקיע רציונאלי לא ישלם על נכס יותר מהעלות (לרוב - ההיפותטית) הכרוכה בפיתוח עצמי על ידו, של נכס דומה אשר יספק תועלות כלכליות דומות. עקרון זה לא חל לרוב על נכס בלתי מוחשי ייחודי המוגן משפטית מפני העתקה, כגון פטנט או זכויות יוצרים (אם כי יש לשים לב לגבולות הטריטוריאליים של ההגנה האמורה), לחילופין בגין מצב בו "זמן ההגעה לשוק", לאמור ה-TTM (ה-Time To Market) הנדרש קצר וזמני הפיתוח של הנכס התחליפי הינם ארוכים או לחילופי חילופין כאשר אי הודאות בהצלחת הפיתוח העצמי גבוהה באופן חריג מהמקובל.

גישה זו אינה מכמתת לרוב את השפעתם של משתנים אקסוגניים חיצוניים לנכס (הקיימים בהווה או אפשריים בעתיד) כגון שינוי בטעמי הציבור או התפתחות מוצלחת של מוצר מתחרה, העלולים להשפיע בצורה משמעותית על שווי של הנכס המוערך. גישה זו גם אינה מביאה בחשבון באופן מלא את אי הודאות המובנית בבסיס תהליכי פיתוח או יצירה חדשניים, הנגרמת מהסיכון לכישלון הפיתוח או מאי-יכולת לעמוד במטרות העסקיות, אשר לשמן פותח או נוצר הנכס, או את אי הודאות הנובעת מהקושי לאמוד באופן מהימן את היתרונות הכלכליים העשויים לנבוע למחזיק הנכס כתוצאה מיישום מסחרי מוצלח. בהערכת שווי על בסיס גישה זו נהוג להשתמש בשיטת השווי הנכסי הנקי (NAV-Net Asset Value), הנגזרת מהגישה הכלכלית האמורה.

**ג) גישת השוק**

גישה זו אומדת את שווי של נכס, ביחס לנכס "דומה" במאפייניו וביישומיו, על בסיס ניתוח עסקות דומות ככל שניתן בין קונה מרצון" ו-"ומוכר מרצון", בתחומים קרובים ככל שניתן לנכס המוערך. אין הכוונה בהכרח לנכס דומה מבחינה טכנולוגית או שיווקית, כי אם לנכס אשר האפליקציות המסחריות האפשריות הנגזרות ממנו דומות או פונות לשווקים דומים. לעיתים, גם לאחר מחקר מקיף, מידע כזה חסר או אינו מדויק דיו. כתוצאה מכך גישה זו אינה ישימה לעיתים קרובות ועשויה לשמש לרוב כאמת מידה כללית והשוואתית (Benchmark) בלבד לתוצאות ההערכה בשיטות אחרות. בהערכת שווי על בסיס גישה זו נהוג להשתמש בשיטה המכפיל, הנגזרת מהגישה הכלכלית האמורה.

**פרק שני – שימוש בשיטת המכפיל וחברות ציבוריות הנסחרות בבורסת הנאסד"ק בארה"ב**

**1. שיטת המכפיל**

שיטת המכפיל ישימה לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי המוערך, אך אינה מהווה שיטת אמידה מדויקת. יתרונה העיקרי של השיטה הינו פשטותה ומהירותה ביחס לשיטות אחרות. חסרונה העיקרי של השיטה הינו היעדר התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על אומדן השווי המסוים של הפעילות המוערכת, בשונה מפעילויות אחרות מתחום דומה, לרבות שווקי יעד שונים, שיעור צמיחה, שינוי בתמהילי ההכנסות, ההוצאות או מבני הון שונים.

**2. יישום השיטה**

מנייתיה של חברת גבעות עולם – שותפות מוגבלת (1993) (להלן "החברה") נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב ועל כן שווי החברה נקבע שם. עם זאת, החלטנו לערוך מספר ניתוחי רגישות להנחות בדבר שווי החברה ושווי המניה הצפוי תחת הנחות שונות, לרבות מספר חביות נפט ליום, אולם לא ביצענו הערכת שווי לחברה ו/או למניה, אלא בחנו את סבירויות השווי האפשרי הן של החברה והן של המניה, על בסיס שיטת המכפיל ונתונים של חברות ציבוריות הנסחרות בבורסת הנאסד"ק בארה"ב, תחת הנחות שונות.

במסגרת מאמר זה ערכנו חיפוש במאגרי מידע אודות חברות ציבוריות הפועלות במגזר ה-Energy בבורסת הנאסד"ק בארה"ב, כאשר אנו מחפשים חברות התואמות בקירוב לפעילות החברה. לבסוף לקחנו נתונים רק אודות חברות הנסחרות בבורסת הנאסד"ק בארה"ב המסווגות בענף ה-Oil & Gas Drilling & Exploration ודומות במאפייניהן לפעילות החברה.

בחנו בצורה השוואתית חברות ציבוריות, הדומות לחברה ככל האפשר בענף ה-Oil & Gas Drilling & Exploration ובהתחשב באילוץ פיזור המדגם. חברות אלה הינן חברות ציבוריות הנסחרות בבורסת הנאסד"ק בארה"ב (להלן "חברות המדגם"). בחנו פרמטרים כמותיים של חברות המדגם כגון שווי שוק, הון עצמי וסך מכירות. להלן ריכוז אינדיקטורים למכפיל השווי על המכירות וההון העצמי העדכניים האחרונים שפורסמו, של חברות המדגם בענף ה-Oil & Gas Drilling & Exploration, הנסחרות בבורסת הנאסד"ק בארה"ב (מועד עריכת המדגם: 29 בספטמבר 2010):

Company Name	Market		TEV/LTM	TEV/Book
	Cap	TEV	Total Rev	Value
	(\$ In Millions)			
Patterson-UTI Energy, Inc. (NasdaqGS: PTEN)	2,580	2,480	2.6x	1.2x
BreitBurn Energy Partners, L.P. (NasdaqGS: BBEP)	943	1,460	4.8x	1.1x
FX Energy, Inc. (NasdaqGM: FXEN)	173	188	8.3x	21.8x
RAM Energy Resources, Inc. (NasdaqGM: RAME)	119	362	3.2x	61.7x
GeoMet, Inc. (NasdaqGM: GMET)	36	150	4.7x	4.4x
Mean			4.7x	18.1x
Median			4.7x	4.4x

לשם הנוחות, להלן ריכוז תוצאות המכפילים האמורים:

### Implied Market Cap:

	by Rev		by Book
	2,000bpd	5,000bpd	Value
	<u>30.6.2010*</u>		
	(NIS In Millions)		
Mean	1,060.9	2,613.5	574.0
Median	1,050.4	2,587.2	160.3

Average Implied MC 1,341.1

\*NIS 30.4M

במדגם החברות נתקבלו מכפילי מכירות בטווח של כ- 2.6-8.3. מכפיל ההכנסות החציוני ומכפיל ההכנסות הממוצע משקפים לחברה בתוספת נכסים פיננסיים, נטו שווי בטווח של כ- 1,050-1,061 מיליון שקלים חדשים על בסיס תחזית הכנסות שנתיות לפי 2,000 חביות ליום ושווי בטווח של כ- 2,587-2,614 מיליון שקלים חדשים על בסיס תחזית הכנסות שנתיות לפי 5,000 חביות ליום.

במדגם החברות נתקבלו מכפילי הון עצמי בטווח של כ- 1.1-61.7. מכפיל ההון העצמי הממוצע עמד על כ- 18.1 ומכפיל ההון העצמי החציוני עמד על כ- 4.4, המשקפים לחברה בתוספת נכסים פיננסיים, נטו שווי של כ- 574 מיליון שקלים חדשים ושל כ- 160 מיליון שקלים חדשים בהתאמה, על בסיס ההון העצמי של החברה ליום 30 ביוני 2010.

שווי ההון העצמי הממוצע המשתמע לחברה (Average Implied Market Cap) הוא כ- 1,341 מיליון שקלים חדשים. שווי ההון הסחיר של החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב, ליום 29 בספטמבר 2010, על בסיס מחיר מניית החברה ומספר מניותיה, עומד על כ- 845 מיליון שקלים חדשים.

### 3. שווי למניה

שווי למניה (Value Per Share) מוגדר כשווי חברה שהתקבל בהערכה שווי על בסיס מתודולוגיה מסוימת מחולק במספר המניות של החברה המוערכת. נכון למועד עריכת המדגם מספר המניות של החברה הוא 9,188,819,127 מניות. בחישובינו התעלמנו מ- 1,381,076,906 כתבי אופציה (סדרה 12) לרכישת 1,381,076,906 מניות רגילות של החברה.

מכפיל ההכנסות החציוני ומכפיל ההכנסות הממוצע משקפים למניית החברה שווי בטווח של כ- 0.1143-0.1155 שקלים חדשים למניה על בסיס תחזית הכנסות שנתיות לפי 2,000 חביות ליום ושווי בטווח של כ- 0.2816-0.2844 שקלים חדשים למניה על בסיס תחזית הכנסות שנתיות לפי 5,000 חביות ליום.

מכפיל ההון העצמי הממוצע ומכפיל ההון העצמי החציוני משקפים למניית החברה שווי בטווח של כ- 0.0174-0.0625 שקלים חדשים למניה על בסיס ההון העצמי של החברה ליום 30 ביוני 2010.

שווי המניה הממוצע המשתמע הוא כ- 0.1459 שקלים חדשים למניה. שער הנעילה של מניית החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב, ליום 29 בספטמבר 2010, הינו כ- 0.0920 שקלים חדשים למניה.

רועי פולניצר

[roi.polanitzer@gmail.com](mailto:roi.polanitzer@gmail.com)

### ואלה פרטי כותב המאמר : מר רועי פולניצר

בעל תואר MBA במנהל עסקים עם התמחות בנגזרות וניהול סיכונים, תואר BA מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון חברות ומימון השקעות הון ומחזיק בפטורים מלאים ממבחני הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים.

### ואלה פרטי ניסיונו המקצועי של כותב המאמר כאמור

לשעבר עוזר מחקר ואנליסט בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית באוניברסיטת בן גוריון, אנליסט הערכות שווי חברות ונגזרים במשרד רואי חשבון רוה, רביד ושות', מנהל סיכונים ואנליסט מימון כמותי בחברת עגן יעוץ אקטוארי, פיננסי ועסקי בע"מ, מנהל סיכונים ואנליסט מידול כלכלי ופיננסי בועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון, מרצה מן החוץ בפקולטה לניהול במכללה האקדמית אחווה בקורסים בנגזרות וניהול סיכונים, מרצה מן החוץ בבית הספר לכלכלה במכללה האקדמית אשקלון בקורסים בניתוח דוחות כספיים ובהערכות שווי ומרצה בקורס הכנה פרטי למבחני הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים.