

## בדרך להערכת שווי חברת גבעות עולם ומנית גבעות יהש

### חלק ב' – שיטות להערכת שווי חברות

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 החברה. במאמר זה שני פרקים, הפרק הראשון מתמקד בהסברים והגדרות של שיטות להערכת שווי חברות. הפרק השני עורך בחינות סבירות להנחות הן בדבר שווי החברה הצפוי והן בדבר מחיר המניה הצפוי תחת הנחות שונות. חישובינו להלן אינם עולים בגדר הערכת שווי לחברה ו/או למניה אלא מהווים בחינה אינדיקטיבית לסבירות האינדיקציות השונות בדבר השווי האפשרי הן של החברה והן של המניה, על בסיס שיטת המכפיל ונתונים של חברות ציבוריות הנסחרות הנסחרות בבורסה בניו יורק (NYSE), תחת הנחות שונות.

### פרק ראשון – שיטות להערכת שווי חברות

#### 1. שיטות להערכת שווי חברות

"שווי הוגן" מוגדר כסכום שבו ניתן לקנות או למכור נכס (או לחילופין, ליצור או ליישב התחייבות) במועד ביצוע העסקה, בין קונה מרצון ומוכר מרצון ("At Arm's length"). ככלל, קיימות מספר רב של שיטות להערכת שווי חברות. מטבע הדברים, לכל שיטה יתרונות וחסרונות ויש לנקוט בה בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומטרתה. שיטות ההערכה השונות מבוססות על אחת משלוש הגישות הכלכליות שהוזכרו במאמר הקודם. להלן השיטות המקובלות להערכת שווי חברות:

#### א) שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows)

שיטה זו נגזרת מגישת ההכנסות. על פי שיטה זו שווי הכלכלי של נכס נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגינו. בגישה זו ניתן להעריך את הפעילות העסקית כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), בין היתר באמצעות עריכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה והערכת סביבת הסיכון בה היא פועלת.

#### ב) שיטת המכפיל

שיטה זו נגזרת מגישת השוק. 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.

בשיטה זו בוחנים בצורה השוואתית חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות שונות בארץ ובח"ל (להלן "חברות המדגם"), הדומות לחברה המוערכת ככל האפשר בתחום פעילותה ובהתחשב באילוף פיזור המדגם. השיטה בוחנת פרמטרים כמותיים של חברות המדגם כגון שווי שוק, EBITDA וסך מכירות.

### **ג) שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV-Net Asset Value)**

שיטה זו נגזרת מגישת העלות. מסגרת שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV-Net Asset Value), מתאימים את ערכי הנכסים וההתחייבויות בספרי החברה המוערכת לשוויים הכלכלי ההוגן בניכוי השפעת מיסים נדחים וחלק המיעוט.

## **פרק שני – שימוש בשיטת המכפיל וחברות ציבוריות הנסחרות בבורסה בניו יורק (NYSE)**

### **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 בחינות סבירות להנחות הן בדבר שווי החברה הצפוי והן בדבר מחיר המניה הצפוי תחת הנחות שונות. חישובינו להלן אינם עולים בגדר הערכת שווי לחברה ו/או למניה אלא מהווים בחינה אינדיקטיבית לסבירות האינדיקציות השונות בדבר השווי האפשרי הן של החברה והן של המניה, על בסיס שיטת המכפיל ונתונים של חברות ציבוריות הנסחרות הנסחרות בבורסה בניו יורק (NYSE), תחת הנחות שונות.

במסגרת מאמר זה ערכנו חיפוש במאגרי מידע אודות חברות ציבוריות הפועלות במגזר ה-Energy בבורסה בניו יורק (NYSE), 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 בבורסה בניו יורק (NYSE) (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 בבורסה בניו יורק (NYSE) (מועד עריכת המדגם: 29 בספטמבר 2010):

Company Name	Market		TEV/LTM	
	Cap	TEV	Total Rev	TEV/BV
	(\$ In Millions)			
EQT Corporation Common Stock (NYSE: EQT)	5,130	6,560	5.2x	2.1x
Whiting Petroleum Corporation C (NYSE: WLL)	4,920	5,310	4.2x	2.1x
Energen Corporation Common Stoc (NYSE: EGN)	3,250	3,520	2.3x	1.6x
MarkWest Energy Partners, LP Co (NYSE: MWE)	2,540	3,530	3.3x	2.8x
Mariner Energy, Inc. Mariner En (NYSE: ME)	2,480	3,950	4.2x	4.0x
Unit Corporation Common Stock (NYSE: UNT)	1,750	1,880	2.5x	1.1x
Bill Barrett Corporation Common (NYSE: BBG)	1,630	1,980	2.9x	1.7x
Venoco, Inc. Common Stock (NYSE: VQ)	1,040	1,750	5.7x	N/A
W&T Offshore, Inc. Common Stock (NYSE: WTI)	783	1,150	1.7x	2.6x
BPZ Resources, Inc Common Stock (NYSE: BPZ)	411	496	6.7x	1.7x
Mean			3.9x	2.2x
Median			3.7x	2.1x

לשם הנוחות, להלן ריכוז תוצאות המכפילים האמורים:

**Implied Market Cap ("MC"):**

	by Book Value		by Rev	
	<u>30.9.2010*</u>	<u>2,000bpd</u>	<u>5,000bpd</u>	
	(NIS In Millions)			
Mean	93.0	873.1	2,144.0	
Median	91.1	845.3	2,074.4	
<u>Average Implied MC</u>			1,020.1	

\*NIS 30.4M

במדגם החברות נתקבלו מכפילי הון עצמי בטווח של כ- 1.1-4.0. מכפיל ההון העצמי הממוצע עמד על כ- 2.2 ומכפיל ההון העצמי החציוני עמד על כ- 2.1, המשקפים לחברה בתוספת נכסים פיננסיים, נטו שווי של כ- 93 מיליון שקלים חדשים ושל כ- 91 מיליון שקלים חדשים בהתאמה, על בסיס הונה העצמי של החברה ליום 30 ביוני 2010.

במדגם החברות נתקבלו מכפילי מכירות בטווח של כ- 1.7-6.7. מכפיל ההכנסות החציוני ומכפיל ההכנסות הממוצע משקפים לחברה בתוספת נכסים פיננסיים, נטו שווי בטווח של כ- 845-873 מיליון שקלים חדשים, על בסיס ההכנסות שנתיות לפי 2,000 חביות ליום ושווי בטווח של כ- 2,074-2,144 מיליון שקלים חדשים על בסיס תחזית ההכנסות לפי 5,000 חביות ליום.

שווי ההון העצמי הממוצע המשתמע לחברה (Average Implied Market Cap) הוא כ- 1,020 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.

### שווי למניה .3

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 ההון העצמי החציוני ומכפיל ההון העצמי הממוצע משקפים למניית החברה שווי בטווח של כ- 0.0099-0.0101 שקלים חדשים למניה על בסיס הונה העצמי של החברה ליום 30 ביוני 2010.

מכפיל ההכנסות החציוני ומכפיל ההכנסות הממוצע משקפים למניית החברה שווי בטווח של כ- 0.0920-0.0950 שקלים חדשים למניה על בסיס תחזית הכנסות שנתיות לפי 2,000 חביות ליום ושווי בטווח של כ- 0.02258-0.2333 שקלים חדשים למניה על בסיס תחזית הכנסות שנתיות לפי 5,000 חביות ליום.

שווי המניה הממוצע המשתמע הוא כ- 0.1110 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 רווה, 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.