



David Moore

עלה שירותי אקולוגיה בע"מ

אינדיקציית שווי לפי שיטת ה-FCFE ליום 31/12/2016

דויד מור, מנהל תיקים
דויד מור – ייעוץ פיננסי



David Moore

תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת הערכת השווי והסיבות לעריכתה
 - 1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו
 - 1.3 פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות שבוצעו
 - 1.4 הגבלת אחריות
2. תמצית הערכת השווי
3. מקורות המידע עליהם מבוססת הערכת השווי
4. תיאור החברה
5. מתודולוגיה
6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE
7. סיכום ומסקנות

1.1 מטרת אינדיקציית השווי והסיבות

לעריכתה

- הערכת שווי עלה שירותי אקולוגיה בע"מ (להלן: "עלה" או "החברה") נערכה לצרכים פנימיים.
- הערכת השווי איננה כוללת מידע סודי של החברה, אינה מטעמה, עבודה או על דעתה.



David Moore

תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת אינדיקציית השווי והסיבות לעריכתה
 - 1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו
 - 1.3 פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות שבוצעו
 - 1.4 הגבלת אחריות
2. תמצית הערכת השווי
3. מקורות המידע עליהם מבוססת הערכת השווי
4. תיאור החברה
5. מתודולוגיה
6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE
7. סיכום ומסקנות

1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו

- משרד הייעוץ "דויד מור – יעוץ פיננסי", מספק שירותי הערכות שווי וייעוץ כלכלי של תאגידים ונכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים, לצרכי עסקאות, לצרכי מס ולצרכים משפטיים. המשרד מספק לצרכים שונים גם חוות דעת מקצועיות של מעריך שווי מימון כמותי (QFV) ושל אקטואר סיכוני אשראי (CRA) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA).

1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו

- מר דויד מור הינו בעליו של משרד הייעוץ "דויד מור – יעוץ פיננסי", בעל תואר MBA במנהל עסקים, תואר BA מהאוניברסיטה העברית בכלכלה, רישיון מנהל תיקים מוסמך בישראל ומוסמך כמעריך שווי מימון כמותי (Quantitative Finance Valuator) וכאקטואר סיכוני אשראי (Credit Risk Actuary) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA).



David Moore

תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת אינדיקציית השווי והסיבות לעריכתה
 - 1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו
 - 1.3 **פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות שבוצעו**
 - 1.4 הגבלת אחריות
2. תמצית הערכת השווי
3. מקורות המידע עליהם מבוססת הערכת השווי
4. תיאור החברה
5. מתודולוגיה
6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE
7. סיכום ומסקנות

1.3 פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות

שבוצעו

- בעשור האחרון, מר דויד מור ביצע עשרות הערכות שווי של חברות, ניתוחי וחוב, ניתוחים כמותיים במכשירים פיננסיים ומדידת סיכונים ועבודות ייעוץ כלכליות בארץ ובעסקאות ובתחומים שונים.



David Moore

תוכן העניינים:

1. כללי

1.1 מטרת אינדיקציית השווי והסיבות לעריכתה

1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו

1.3 פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות שבוצעו

1.4 הגבלת אחריות

2. תמצית הערכת השווי

3. מקורות המידע עליהם מבוססת הערכת השווי

4. תיאור החברה

5. מתודולוגיה

6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE

7. סיכום ומסקנות

1.4 הגבלת אחריות

- עבודת אנליזה זו (להלן: "דוח") הינה רכושו של דויד מור – ייעוץ פיננסי (להלן: "דויד מור"), אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן ו/או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את הדוח, ו/או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש.
- הדוח מבוסס על נתונים שהינם גלויים לציבור ושפורסמו על ידי דויד מור ו/או החברות המוזכרות בדוח (להלן: "החברות") בתשקיפים, דוחות כספיים, הודעות לבורסות לניירות ערך, פרסומים בכלי התקשורת ובכל דרך אחרת ועל בסיס הענפים בהן פועלות החברות והנחות שנעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו.

1.4 הגבלת אחריות

- המידע, הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו.
- המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת.
- ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה.

1.4 הגבלת אחריות

- מודגש כי אין דויד מור ו/או עובדיו אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח.
- דויד מור לא יהא אחראי בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בדוח זה, אם יגרמו, ואינו מתחייב כי שימוש במידע שבדוח זה עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש.
- ייתכן שבמועד פרסום הדוח, או במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום, דויד מור החזיק או עשוי להחזיק בחשבונות הנוסטרו שלו בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהחברות המוזכרות בדוח.

1.4 הגבלת אחריות

- אין לראות בדוח זה שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם.
- אין להעביר דוח זה לצד ג' כלשהו.



David Moore

תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת אינדיקציית השווי והסיבות לעריכתה
 - 1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו
 - 1.3 פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות שבוצעו
 - 1.4 הגבלת אחריות
2. **תמצית הערכת השווי**
3. מקורות המידע עליהם מבוססת הערכת השווי
4. תיאור החברה
5. מתודולוגיה
6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE
7. סיכום ומסקנות

2. תמצית הערכת השווי ומסקנות

- בהתאם להנחות והאומדנים המפורטים להלן, שווי ההון העצמי של החברה, נכון ליום 31/12/2016 מוערך כ- 12,566.6 אלפי ₪, לעומת ערכו הפנקסני של כ- 11,693.1 אלפי ₪ נכון לאותו יום.



David Moore

תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת אינדיקציית השווי והסיבות לעריכתה
 - 1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו
 - 1.3 פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות שבוצעו
 - 1.4 הגבלת אחריות
2. תמצית הערכת השווי
3. **מקורות המידע עליהם מבוססת הערכת השווי**
4. תיאור החברה
5. מתודולוגיה
6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE
7. סיכום ומסקנות

3. מקורות המידע עליהם מבוססת

הערכת השווי

- דו"חות כספיים מבוקרים של מטריקס לשנים 2014-2016.
- נתוני אג"ח ממשלתי צמוד מדד נכון ל- 31.12.2016 - ביזפורטל.
- עקום אג"ח קונצרני צמוד מדד נכון ל- 31.12.2016 - ביזפורטל.
- רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון – Damodaran.
- אומדני הביתא ושיעורי מינוף של החברות בענף ה- Environmental & Waste Services (בארה"ב) – Damodaran.



David Moore

תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת אינדיקציית השווי והסיבות לעריכתה
 - 1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו
 - 1.3 פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות שבוצעו
 - 1.4 הגבלת אחריות
2. תמצית הערכת השווי
3. מקורות המידע עליהם מבוססת הערכת השווי
4. **תיאור החברה**
5. מתודולוגיה
6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE
7. סיכום ומסקנות

4. תיאור החברה

- החברה, עלה שירותי אקולוגיה בע"מ (להלן: "עלה" או "החברה") עוסקת בשירותי פינוי, טיפול והשמדת פסולת חומרים מסוכנים ופסולת תעשייתית.



David Moore

תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת אינדיקציית השווי והסיבות לעריכתה
 - 1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו
 - 1.3 פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות שבוצעו
 - 1.4 הגבלת אחריות
2. תמצית הערכת השווי
3. מקורות המידע עליהם מבוססת הערכת השווי
4. תיאור החברה
5. מתודולוגיה
6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE
7. סיכום ומסקנות

5. מתודולוגיה

- בספרו של Damodaran שכתרתו Corporate Finance הוצאת Wiley, מתוארות שיטות אנליטיות לקביעת שווי חברות הניתנות לסיווג תחת מספר גישות עקרוניות.
- הגישות המקובלות להערכת שווי חברות הינן:
 1. גישת זרמי המזומנים המהווים (DCF- Discounted Cash Flows).
 2. גישת ההערכה היחסית (Relative Valuation).
 3. גישת שווי נכסי נקי (NAV- Net Asset Value).

5. מתודולוגיה

- להערכת שווי החברה נקטנו בגישת זרמי המזומנים המהווים.
- על-פי גישה זאת שווי הנכס נקבע על-ידי תזרימי המזומנים הצפויים לנבוע ממנו לאורך חייו הכלכליים, כאשר במקרה של חברה הרי שתזרימי המזומנים הנובעים ממנה עשויים להימדד בשיטות הערכה שונות:

1. ברמת הפירמה (FCFF- Free Cash Flows to Firm)

2. ברמת בעלי המניות (FCFE- Free Cash Flows to Equity)

3. ברמה של דיבידנדים המשולמים בפועל לבעלי המניות (DDM- Dividend Discount Model)

5. מתודולוגיה

- השיטה שבה השתמשנו לצורך הערכת שווי החברה בגישת זרמי המזומנים המהוונים (DCF) הינה שיטת זרמי המזומנים המהוונים ברמת בעלי המניות (FCFE), לפיה שווי ההון העצמי מחושב ע"י היוון אינסופי (באמצעות נוסחת גורדון) של זרם המזומנים הפנוי המייצג ברמת בעלי המניות, כדלקמן:

$$Equity = \frac{FCFE}{CAPM - g}$$

5. מתודולוגיה

- בנוסחה זו תזרימי מזומנים הפנויים ברמת בעלי המניות (FCFE) מחושבים באופן הבא:

$$FCFE = Net\ Income - (Cap\ Ex - Depr) \times (1 - DR) - \Delta WC \times (1 - DR)$$

כאשר:

- $Net\ Income$ – רווח נקי
- DR – יחס המנוף הפיננסי של החברה
- $Cap\ Ex$ – השקעה ברכוש קבוע, ברוטו
- $Depr$ – פחת והפחתות
- ΔWC – שינוי בהון החוזר הלא מזומן

5. מתודולוגיה

- שיעור הנכיון המשמש להיוון תזרימי מזומנים הפנויים ברמת בעלי המניות (FCFE) הינו עלות ההון העצמי (CAPM- Capital Asset Pricing Model), כלומר, שיעור ההיוון הנדרש על ידי בעלי המניות המחושב באופן הבא:

$$CAPM = R_f + ERP \times \beta_l + R_s$$

- כאשר

$$\beta_l = \beta_u \times \left[1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right]$$

5. מתודולוגיה

כאשר:

- R_f – שיעור הריבית חסרת הסיכון
- ERP – רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון
- R_S – שיעור תשואה נוסף בגין סיכונים ספציפיים
- β_l – הביתא הממונפת של החברה
- β_u – הביתא הלא ממונפת של החברה
- t – שיעור המס האפקטיבי של החברה
- D/E – היחס של החוב פיננסי ברוטו משווי האקוויטי

5. מתודולוגיה

- בעבודתנו בחרנו להשתמש בגישת ה- DCF בשיטת ה- Stable FCFE



David Moore

תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת אינדיקציית השווי והסיבות לעריכתה
 - 1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו
 - 1.3 פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות שבוצעו
 - 1.4 הגבלת אחריות
2. תמצית הערכת השווי
3. מקורות המידע עליהם מבוססת הערכת השווי
4. תיאור החברה
5. מתודולוגיה
6. **אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE**
7. סיכום ומסקנות

6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE

- לחברה רווח נקי של כ- 1,349.7 אלפי ₪ בשנת 2016, לעומת כ- 945.2 אלפי ₪ בשנת 2015 וכ- 1,935.0 אלפי ₪ בשנת 2014.
- התשואה על ההון העצמי (ROE) ירדה מכ- 20.59% בשנת 2014 לכ- 11.54% בשנת 2016.
- ההשקעה ברכוש קבוע (Capital Expenditures) בשנת 2016 עמדה על כ- 718.2 אלפי ₪, בעוד שהפחת עמד על כ- 1,332.3 אלפי ₪.
- ההון החוזר הלא מזומן (Non-Cash Working Capital) בשנת 2015 נאמד בכ- 1,529.7 אלפי ₪ על הכנסות של כ- 25,398.7 אלפי ₪, וכתוצאה מכך שיעור ההון החוזר הלא מזומן מתוך ההכנסות נאמד בכ- 6.02%.

6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE

- שיעור התשואה לפדיון על איגרות חוב צמודות מדד של ממשלת ישראל לתקופה ארוכה ככל האפשר (28.4 שנים) עמד על כ- 1.45%, למועד ההערכה.
- רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון הרלוונטי נאמד בכ- 6.69%, למועד ההערכה.
- ננרמל את הרווחים, ועל מנת לעשות זאת נשתמש בשיעור תשואה על הון עצמי (ROE) של 13.76%, שהינו שיעור התשואה הממוצע על ההון העצמי ב- 3 השנים האחרונות.
- נניח כי החברה תשמור על נתח השוק שלה מה שימנע ממנה להציג צמיחה גבוהה. ב- 3 השנים האחרונות, שיעור הצמיחה הריאלי של ההכנסות עמד על 2.16%.

6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE

- אנו נניח שיעור צמיחה פרמננטי ארוך טווח של 1.5% (לפי קצב צמיחת האוכלוסיה המקומית).
- נניח שההשקעה ברכוש קבוע, נטו (Net Capital Expenditures) ושההון החוזר הלא מזומן (Non-Cash Working Capital) ימשיכו להוות 2.42% ו- 6.02% מסך ההכנסות, בהתאמה.
- יחס החוב הפיננסי ברוטו להון (סך הצברם של ההון העצמי והחוב הפיננסי ברוטו) בספרים (Book Debt to Capital) של החברה הינו 46.7%; נניח כי החברה תממן את השקעותיה מחדש באמצעות יחס זה (במקום ביחס של 28.0% כמקובל בענף בארה"ב).

6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE

- נשתמש בביתא ממונפת של 1.01, המורכבת מ:-
 - הביתא הלא ממונפת הממוצעת הענפית של חברות בענף ה- Environmental & Waste Services (בארה"ב) שנאמדה בכ- 0.62.
 - שיעור מס אפקטיבי של 28.9%.
 - היחס בספרים של חוב להון העצמי (Book D/E Ratio) לפי שווי פנקסני (87.63%).

6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE

- בשלב הראשון, ננרמל את הרווחים:

- ☐ ערך הספרים של ההון העצמי (2016) = 11,693.1 אלפי ₪.

- ☐ שיעור התשואה הצפוי על ההון העצמי = 13.76%

- ☐ הרווח הנקי המנורמל בשנה הבאה = $11,693.1 * 0.1376$
אלפי ₪ = 1,608.6 אלפי ₪.

- בשלב השני, נאמוד את צרכי ההשקעה מחדש:

- ☐ ההשקעה הנוכחית ברכוש קבוע, נטו = $(1,332.3 - 718.2)$
= 614.1 אלפי ₪.

- ☐ ההשקעה הצפויה ברכוש קבוע, נטו = $(1.015) * 614.1$
אלפי ₪ = 623.3 אלפי ₪.

6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE

□ ההכנסות הנוכחיות = 25,398.7 אלפי ₪.

□ ההכנסות הצפויות בשנה הבאה = $25,398.7 * (1.015)$ אלפי ₪ = 25,779.7 אלפי ₪.

□ השינוי הצפוי בהון החוזר הלא מזומן = $(25,779.7 - 25,398.7) * 0.0602$ אלפי ₪ = 22.9 אלפי ₪.

• **בשלב השלישי, נאמוד את עלות ההון העצמי =**

$$16.85\% = 1.45\% + 1.01 * (6.69\%) + 8.64\%$$

• נזכיר רק כי הנחת העבודה שלנו היא שהחברה תממן את

השקעותיה מחדש באמצעות יחס החוב הפיננסי ברוטו להון (סך

הצברם של ההון העצמי והחוב הפיננסי ברוטו) בספרים שלה

אשר נאמד בכ- 46.7%.

6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE

- בשלב הרביעי, נאמוד את תזרים המזומנים החופשי ברמת בעלי המניות (FCFE- Free Cash Flow to Equity) לשנה הבאה:
 - הרווח הנקי הצפוי = 1,608.6 אלפי ₪.
 - בניכוי מכפלת ההשקעה הצפויה ברכוש קבוע, נטו במשלים ל- 1 של יחס החוב להון בספרים = $(1 - 0.467) * 623.3$ אלפי ₪ = -332.2 אלפי ₪.
 - בניכוי מכפלת השינוי הצפוי בהון החוזר הלא מזומן במשלים ל- 1 של יחס החוב להון בספרים = $(1 - 0.467) * 22.9$ אלפי ₪ = 12.2 אלפי ₪.
- לפיכך אומדן ה- FCFE לשנה הבאה נאמד על ידינו בכ- 1,928.6 אלפי ₪.

6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE

- בשלב החמישי, נחשב את שווי ההון העצמי של החברה בשיטת ה- Stable FCFE:
 - עלות ההון העצמי = 16.85%
 - שיעור צמיחה פרמננטי ארוך טווח = 1.5%.
 - שווי ההון העצמי = $(1685.0 - 0.015) / 1,928.6$ אלפי ₪ = 1,479.8 מיליון ₪.
- לפיכך, אינדיקציית שווי החברה ע"פ שיטת ה- Stable FCFE הינו 12,566.6 אלפי ש"ח.



David Moore

תוכן העניינים:

1. כללי
 - 1.1 מטרת אינדיקציית השווי והסיבות לעריכתה
 - 1.2 פרטי מעריך השווי והשכלתו
 - 1.3 פרטי ניסיון בהערכות שווי דומות שבוצעו
 - 1.4 הגבלת אחריות
2. תמצית הערכת השווי
3. מקורות המידע עליהם מבוססת הערכת השווי
4. תיאור החברה
5. מתודולוגיה
6. אינדיקציית שווי בשיטת ה- Stable FCFE
7. סיכום ומסקנות

7. סיכום ומסקנות

- להערכתנו שוויה הכלכלי של החברה בכפוף להסתייגויות לעיל ולהלן, נאמד ליום 31 בצדמבר 2016 בטווח של כ- 11,921.5 – 13,211.8 אלפי ₪ (בתוחלת כ- 12,566.6 אלפי ₪), לעומת שווי פנקסני של כ- 11,693.1 אלפי ₪ ליום 31 בצדמבר 2016.



David Moore

"ללא הערכות שווי, ניהול הסיכונים הוא בלתי אפשרי"

John C. Hull (ג'ון הל)

כותב "התנ"ך של הנגזרים" (The derivatives bible),
הספר Options, Futures, and Other Derivatives
2009



David Moore

דויד מור, מנהל תיקים
בעלים

דויד מור – ייעוץ פיננסי

DMFAOffice@gmail.com

052.672.5274