

## כמה שווה מניית גבעות יהש לפי מכפילי ההכנסות ב-NASDAQ?

בתאריך ה- 29 בנובמבר 2010, פרסמה חברת גבעות עולם הערכה כלכלית לשווי הכלכלי של שדה מגד בראש העין שנערכה על ידי חברת גרינסאנד (Greensand). החברה הציבה שני תרחישים לפיתוח המאגר – בתרחיש הפסימי יותר שווי המאגר מוערך בכ- 195 מיליון דולר לפני מס (או כ- 705.12 מיליון שקלים חדשים לפי שער חליפין של 3.616 שקל חדש לדולר למועד כתיבת המאמר), ואילו בתרחיש האופטימי יותר - מוערך המאגר בכ- 830 מיליון דולר (או כ- 3,001.28 מיליון שקלים חדשים לפי שער חליפין של 3.616 שקל חדש לדולר למועד כתיבת המאמר). להזכירכם, כבר בתאריך ה- 7 באוקטובר 2010, פרסמנו באתר זה הערכת שווי כלכלית לפיה נאמד שווי החברה (על בסיס באר מגד 5 בלבד) בכ- 365.3 מיליון דולר לפני מס (או כ- 1,339.0 שקלים חדשים לפי שער חליפין של 3.665 שקל חדש לדולר למועד הערכת השווי). לאמור- הצלחנו לקלוע לטווח של חברת גרינסאנד (195-830 מיליון דולר לפני מס) 53 יום בטרם פרסום הערכה הכלכלית של החברה הזרה וכאשר אף גוף פיננסי ו/או משרד ייעוץ כלכלי לא הרים את הכפפה ופרסם הערכה משלו לשווי הבאר. משמע, מדובר בהישג לא מבוטל ויש להכיר בו. הערה זו נועדה לכל אותם טוקבקיסטים שניסו לבטל את הערכת השווי שלנו בטענה כי שיטת המכפיל בוטלה ואיננה בשימוש עוד בארץ - דבר שאין לו אחיזה במציאות. לשם השוואה, ביטול שיטת המכפיל משול לביטול פעולת החיבור בחשבון והתרת השימוש בפעולות כפל, חילוק וחסור בלבד.

במאמר זה ננסה לאמוד את שווי מניית (להלן "המניה") גבעות עולם חיפושי נפט - שותפות מוגבלת (1993) (להלן "החברה"), על בסיס שיטת המכפיל, נתונים של חברות ציבוריות הנסחרות בבורסת הנאסד"ק בארה"ב וכתבי האופציה של החברה (סדרה 12), תחת הנחות שונות. מאמר זה אמור לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים, תוך התייחסות להנחות מסוימות והינו רלוונטי למועד עריכתו בלבד. שינויים במשתנים העיקריים ו/או במידע, עשויים לשנות את הבסיס להנחות היסוד ובהתאם את מסקנותינו. לפיכך, אין לראות במאמר זה משום אימות כלשהוא לנכונותם, לשלמותם או לדיוקם של נתונים חזויים אלה, אלא הערכה כלכלית אינדיקטיבית המבוססת על מודלים כלכליים, כמפורט לעיל ובגוף המאמר. בנוסף, מאמר זה איננו מתייחס למכלול ההיבטים הכלכליים הקשורים בקביעת השווי בלבד ואין בו משום המלצה לפעולה כלשהיא, לרבות המלצת השקעה ו/או מכירה של ניירות ערך כלשהם. בשל אי הוודאות העסקית הכרוכה בניסיון להעריך את שווייה של מניית החברה וריבוי הפרמטרים האקסוגניים והאנדוגניים לה כאחד, העשויים להשפיע על ביצועיה בעתיד, אין כל ערובה או בטחון כי תוצאות המודלים וההערכות אותם נקטנו במאמר זה יתקיימו בפועל ומטרתם לשקף את הידע הקיים, ככל שידוע, במועד מאמר זה.

### **א. 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. בחנו בצורה השוואתית חברות

ציבוריות, הדומות לחברה ככל האפשר בתחום חיפוש וקידוח נפט וגז. חברות אלה הינן חברות ציבוריות הנסחרות בבורסת ה-NASDAQ בארה"ב (להלן "חברות המדגם"). בחנו את סך ההכנסות של חברות מדגם אלה. להלן ריכוז האינדיקטורים למכפיל השווי על ההכנסות העדכניים האחרונים שפורסמו על חברות המדגם (מועד עריכת המדגם: 13 לדצמבר 2010):

<b>Company</b>	<b>Market Cap</b>	<b>TEV</b>	<b>Revenue</b>	<b>TEV/Rev</b>
	(USD In Millions)			
Atlas Energy Inc	3,410.0	4,520.0	1,640.0	2.8
Patterson-UTI Energy Inc.	3,370.0	3,400.0	1,170.0	2.9
BreitBurn Energy Partners L.P.	1,060.0	1,580.0	316.6	5.0
FX Energy Inc.	287.0	297.6	25.5	11.7
RAM Energy Resources Inc.	141.5	387.9	113.4	3.4
GeoMet Inc.	32.8	113.8	34.0	3.4
<b>Maximum:</b>				<b>11.7</b>
<b>Weighted Mean By Market Cap:</b>				<b>3.4</b>
<b>Minimum:</b>				<b>2.8</b>
<b>Median:</b>				<b>3.4</b>

### TEV - Total Enterprise Value

לשם הנוחות, להלן שווי אקוויטי החברה המשתמע על פי תוצאות המכפילים האמורים (במיליון שקלים חדשים, בתוספת נכסים פיננסיים, נטו בסך של כ-144.5 מיליון שקלים חדשים):

	by Rev Multiples 2012E				by Rev Multiples 2012E				Total Average
	800bpd	1,400bpd	2,000bpd	Avg.	2,000bpd	3,500bpd	5,000bpd	Avg.	
High	1,029.5	1,768.2	2,506.8	1,768.2	2,506.8	4,353.6	6,200.3	4,353.6	3,060.9
Mean	333.8	550.7	767.6	550.7	767.6	1,309.9	1,852.2	1,309.9	930.3
Low	277.7	452.5	627.4	452.5	627.4	1,064.5	1,501.7	1,064.5	758.5
Median	330.5	544.9	759.4	544.9	759.4	1,295.5	1,831.6	1,295.5	920.2

במדגם החברות נתקבלו מכפילי הכנסות בטווח של כ- 2.8-11.7 (בממוצע כ- 3.4). בהנחת קצבי הפקה יומיים בטווח של כ- 800-2,000 חביות נפט ליום בשנת 2012, מכפיל ההכנסות הממוצע, משקף לאקוויטי החברה (בהנחת מחיר חבית נפט של 270 דולר לחבית, שער חליפין של 3.616<sup>3</sup> שקל חדש לדולר ו- 365 ימי הפקת נפט בשנה קלנדרית) שווי בטווח של כ- 333.8-767.6 מיליון שקלים חדשים (בממוצע כ- 550.7 מיליון שקלים חדשים). בהנחת קצבי הפקה יומיים בטווח של כ- 2,000-5,000 חביות נפט ליום בשנת 2012, מכפיל ההכנסות הממוצע משקף לאקוויטי החברה (בהנחת מחיר חבית נפט של 70 דולר לחבית, שער חליפין של 3.616 שקל חדש לדולר ו- 365 ימי הפקת נפט בשנה קלנדרית)

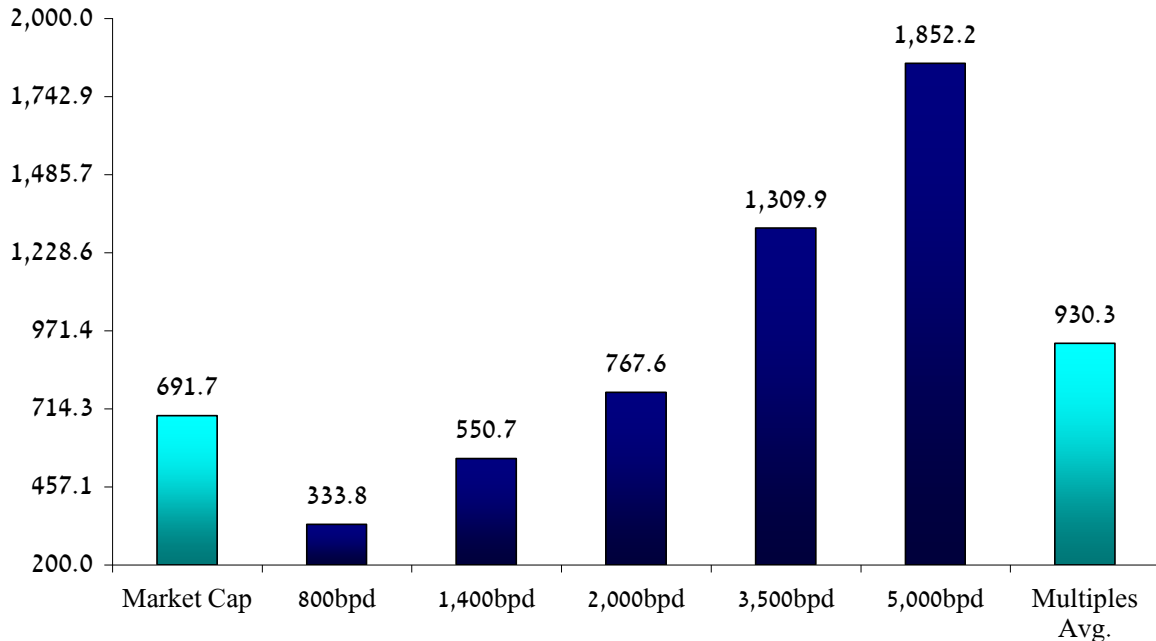
<sup>1</sup> מקור: דוחות כספיים בלתי מבוקרים של החברה ליום 30 בספטמבר 2010.

<sup>2</sup> Source: Meged Field, Israel - Economic Analysis of 2P Reserves and 2C Contingent Resources, N J R Wright, Greensand Associates Ltd, November 25th 2010.

<sup>3</sup> מקור: בנק ישראל.

שווי בטווח של כ- 1,852.2-767.6 מיליון שקלים חדשים (בממוצע כ- 1,309.9 מיליון שקלים חדשים).

להלן ריכוז תוצאות אינדיקציות השווי לאקוויטי החברה, כפי שעולות מחישובנו, על בסיס המכפילים הממוצעים (במיליוני שקלים חדשים):



#### **ב. שווי מניה**

הדרך הקונבנציונאלית לחילוף שווי מניה משווי האקוויטי הנה חלוקת האחרון במספר מניות החברה. גישה זו מניחה, שהמניות הרגילות הן הזכויות החוזיות היחידות על האקוויטי. אולם, בחברות רבות, ישנן זכויות חוזיות נוספות על האקוויטי, כגון: כתבי אופציה (Warrants) הרשומים למסחר, כתבי אופציות לא סחירים לעובדים ומנהלים (ESOP's) שהוענקו להם תמורה, רכיב ההמרה באגרות חוב להמרה (Equity Conversion Component) של החברה וזכויות מותנות (Contingent Value Rights) סחירות. שוויין של זכויות חוזיות אלו, אשר אינן מניות רגילות, צריך להיות מנוכה משווי האקוויטי, טרם חלוקת האחרון במספר מניות החברה.

#### **ג. כתב אופציה**

כתב אופציה הנו נייר ערך המונפק על ידי חברה, המקנה למחזיק בו את הזכות לקנות מניה אחת בחברה במחיר קבוע (תוספת מימוש) לאורך חיי כתב האופציה. לאמור- כתב אופציה הנו אופציית רכש (Call) לטווח ארוך על אקוויטי החברה ועל כן ניתן להעריכו באמצעות מודלים לתמחור אופציות. לפיכך, כתבי אופציה ואופציות אחרות המונפקים על ידי החברה הינן למעשה זכויות חוזיות על אקוויטי החברה, ולכן במקרה בו אנו רוצים לאמוד את שווי המניה מתוך סך שווי האקוויטי או לחילופין במקרה בו אנו

רוצים לאמוד את החוב הפיננסי, נטו ואת האקוויטי לצרכי חישוב המנוף הפיננסי, הרי שעלינו להתייחס אל כלל האופציות של החברה כאל חלק אינטגרלי מאקוויטי החברה.

שווי אקוויטי החברה נאמד לפי ממוצע המכפילים בכ- 930.3 מיליון שקלים חדשים. מספר מניות החברה עומד על כ- 9,222.3 מיליון מניות, במועד החישוב. בנוסף לחברה ישנם כ- 1,347.6 מיליון כתבי אופציה (סדרה 12), עם תוספת מימוש של 2.00 אגורות למניה. כתבי האופציה של החברה נסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב במחיר של כ- 5.50 אגורות לכתב אופציה, במועד החישוב. שווי השוק של כתבי האופציה הנו מכפלת מספר כתבי האופציה (1,347.6 מיליון) במחיר כתב האופציה (5.50 אגורות) ושווה לכ- 74.1 מיליון שקלים חדשים. לפיכך, שווי המניה על פי גישה זו נאמד בכ- 9.28 אגורות למניה, כדלקמן:

<b>שווי אקוויטי</b>	<b>930.3</b>
בניכוי שווי אקוויטי בכתבי אופציה	<u>-74.1</u>
<b>שווי אקוויטי במניות רגילות</b>	<b><u>856.2</u></b>
מספר מניות החברה	9,222.3
<b>שווי המניה</b>	<b><u>0.0928 ₪</u></b>

#### ד. גישות נוספות לאמידת שווי המניה

הגישה השמרנית (Conservative Approach) גורסת כי יש לקחת את מספר מניות החברה בדילול מלא (קרי, הן את מספר מניות החברה והן את מספר כתבי האופציה שלה) ולא את מספר מניות החברה. לפיכך, שווי המניה על פי גישה זו נאמד בכ- 8.80 אגורות למניה, כדלקמן:

<b>שווי אקוויטי</b>	<b>930.3</b>
מספר מניות החברה (בדילול מלא)	<u>10,569.9</u>
<b>שווי המניה</b>	<b><u>0.0880 ₪</u></b>

גישת מניות האוצר (Treasury Stock Approach) קובעת כי יש להוסיף את התמורה הצפויה ממימוש כתבי האופציה לשווי האקוויטי, בטרם חלוקת האחרון במספר מניות החברה בדילול מלא. לפיכך, שווי המניה על פי גישה זו נאמד בכ- 9.06 אגורות למניה, כדלקמן:

<b>שווי אקוויטי</b>	<b>930.3</b>
תמורה צפויה ממימוש כתבי אופציה	<u>27.0</u>
<b>שווי אקוויטי מתואם</b>	<b><u>957.3</u></b>
מספר מניות החברה (בדילול מלא)	10,569.9
<b>שווי המניה</b>	<b><u>0.0906 ₪</u></b>

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, על פי מכפילי ההכנסות בבורסת ה- NASDAQ של חברות התואמות בקירוב לפעילות החברה, שווי מניית החברה נאמד בטווח של כ- 8.80-9.28 אגורות למניה (בתוחלת כ- 9.06 אגורות למניה), כאשר שער הנעילה של מניית החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב למועד החישוב הינו כ- 7.50 אגורות למניה. לאמור- מחיר מניית החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב משקף דיסקאונט של כ- 14.8%-19.2% (בתוחלת כ- 17.2%) מהשווי המשתמע כאמור לעיל.

אין במאמר זה משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, שבהם עיינו, נעשה אך ורק לצורכי מאמר זה. המידע המופיע בעבודתנו אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד להעריך את שווי החברה למשקיע אחר, היות ולמשקיעים שונים עשויים להיות מטרות ושיקולים שונים וכן שיטות בדיקה, על בסיס הנחות אחרות. בהתאם, אמדן הערך הכלכלי אשר על בסיסו עשויים גורמים שונים לבצע פעולות כלכליות, עשוי להיות שונה.

עוד הרינו להצהיר כי אין לנו כל עניין אישי במניות החברה, חברות מוחזקות בה ובעלי מניותיה, כמוגדר בדין ובפסיקה ולא מתקיימת בנו כל תלות או זיקה אליהם או לצדדים קשורים אליהם, כהגדרתם בסעיף 240 (ב) לחוק החברות, התשנ"ט – 1999. מאמר זה, כולל את תיאור המתודולוגיה אשר שימשה להערכה כלכלית זו. התיאור הכלול בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמנו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם. לסייגים נוספים, אנו מפנים את תשומת הלב לגוף המאמר.

רועי פולניצר

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

#### להלן פרטי כותב המאמר: מר רועי פולניצר, MBA (Financ.)

- מחזיק בתואר M.B.A (בהצטיינות) במנהל עסקים עם התמחות בנגזרות וניהול סיכונים, תואר B.A (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון חברות ומימון השקעות הון ועבר בהצלחה את כל הבחינות הסופיות של הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים.
- בעל ניסיון של מעל ל- 6 שנים בתחום הערכות השווי וניהול הסיכונים, הכולל ביצוע של עשרות הערכות שווי לחברות ציבוריות בארץ (במסגרת הלימודים) ופרטיות (במסגרת עבודה) ופרסום שני מחקרים אמפיריים בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית, כמאמרים אקדמיים בכתבי עת מקצועיים שפיטים בארץ.
- 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.