

דוגמא להערכת שווי חברת נדל"ן מניב באמצעות שיטת ה-NAV המתואם (ANAV)



האקטואר רועי פולניצר מציג הערכת שווי של חברת נדל"ן מניב באמצעות מודל ה-ANAV תחת הנחת עסק חי.

נוכחי של 0.5, המביא בחשבון גם את הדיסקאונט עבור העובדה שתשלומי המס אמורים להיות משולמים אי שם בעתיד, וגם את הדיסקאונט הנובע מהסיכוי שתשלומי המס לא ישולמו בכלל. כלומר, על המספר הקטן הזה מועמס כל הסיכון של המיסים הנדחים.

שווי כלכלי מיסים נדחים	
במיליוני ₪	31.12.2024
מסים נדחים	1,749
מכפיל ערך נוכחי	0.50
שווי כלכלי מיסים נדחים	875

בשלב הרביעי, חישובתי את הערך הנוכחי של עלויות הניהול. כנקודת מוצא השתמשתי בהוצאות ההנהלה והכלליות הממוצעות ב-3 השנים האחרונות. מעלויות אלו הפחתי 50% כדי לקבל את העלויות הנדרשות לשמירה על הקיים. המכפיל בו נעשה שימוש נע בין 8 ל-10.

שווי עלות הניהול

נמוך	גבוה	נמוך
46	46	הוצאות הנהלה וכלליות לשנת 2024
40	40	הוצאות הנהלה וכלליות לשנת 2023
37	37	הוצאות הנהלה וכלליות לשנת 2022
41	41	הוצאות הנהלה וכלליות חזויות
50%	50%	% מרכיב הייזום מסך הנה"כ
21	21	עלות הניהול החזויה
8	10	מכפיל ערך נוכחי
164	205	שווי עלות הניהול

בשלב החמישי, הכנסתי את ההתאמות שביצעתי לפורמט המאזן הכלכלי שבנית לגבי, ל-31.12.2024.

31.12.2024	תחשיב פולניצר	(במיליוני ₪)
שווי נדל"ן	15,246	15,246
רכוש קבוע	74	74
מגורים (קרקעות)	183	183
נכסים אחרים נטו	69	69
אובליגו נטו	-7,876	-7,876
שווי כלכלי מיסים נדחים	-875	-875
זכויות מיעוט	-1,432	-1,432
עלות הניהול	-164	-205
שווי חברה	5,225	5,184

אני בטוח ברמת ביטחון של 95% בשווי חברה של 5,205 מיליון ₪ עבור גבי-ים נכון ל-31.12.2024. יחד עם זאת במסגרת טעויות אמידה ומדידה אפשריות (וניתן שישנן כאלה) ובהתחשב במצבה הכלכלי של החברה, אני מעריך את שווייה של החברה נכון ל-31.12.2024 בתחום שבין 5,184 מיליוני ₪ ל-5,225 מיליוני ₪.

אשר מביא בחשבון הנחה/תספורת בגין מכירה תחת לחץ.

הדרך השנייה היא באמצעות ניכוי הערך הנוכחי של עלות התקורות המתייחס לחלק התקורות המתחזק את ההחזקות/ההשקעות הקיימות. כלומר, החלק מהתקורות המתייחס לזימות חדשה איננו נלקח בחשבון ועל כן איננו מנוכה מהשווי הכלכלי של הנכסים (כאשר שווי כלכלי הוא שווי בעסקה בין קונה ומוכר מרצון ללא לחץ על אחד הצדדים לביצוע מהיר של העסקה).

להלן סיכום של מתודולוגיית ה-NAV המתואם:

מתודולוגיית הערכת שווי לפי שיטת ה-NAV המתואם			
אומדן שווי הנכסים	החוב הפיננסי, נטו	ביצי הערך הנוכחי של החוב הפיננסי	ביצי הערך הנוכחי של המיסים הנדחים
נהוג לבצע הערכת שווי לחברת החזקות לפי שיטת ה-NAV המתואם. בשיטת זו שווייה של כל אחת מהחברות הממוצעות על ידי חברת האחזקות, מחושב על בסיס השווי הכלכלי האמיתי שלה באמצעות שיטת ה-DCF.	נהוג להניח שערם הפיננסי של החוב הפיננסי, ברנטו בספרי החברה משקף באופן סביר את השווי הנכס של החוב הפיננסי, ברנטו רחוק.	עלות ניהול החברה מיוחסת לאמצי הנהלה לזמן את ביצוע נכסיה. יש לזכור כי עלות הניהול כיום כוללת מרכיב ייחסי שיש לנטרל. ניתן לקבא את מרכיב הייזום ע"י הפחתת 50% מעלות הניהול כיום. נהוג להשתמש במכפיל של 8-10 על עלות הניהול על מנת לקבל את השווי הנכס של עלות הניהול רחוק.	בחברות אחזקה הנכסים משוערים מפעם לפעם וחברה פרישה מיסים לקראת יום משלום הנכס. כדי לאמוד את השווי הכלכלי של החברה יש להפחית את השווי הכלכלי של המיסים הנדחים. מאחר והמיסים ישולמו בפועל בשלבים שונים בעתיד, הרי שאין צורך מדויקת להערכת שווי הנה"כ. נהוג להשתמש במכפיל של 0.5 על יתרת המיסים הנדחים על מנת לקבל את השווי הנכס של המיסים הנדחים רחוק.

במאמר זה אציג הערכת שווי לחברת גבי-ים ליום 31.12.2024 על פי המתודה של ה-NAV המתואם. מאחר ומרכז פעילות החברה הינו נדל"ן מניב השתמשתי בשיטת ה-NAV המתואם וביצעתי התאמות לערכם הכלכלי של המיסים נדחים והוצאות ההנהלה והכלליות.

לצורך הערכת שווי גבי-ים השתמשתי בדוחות הכספיים שלה לשנת הדיווח 2024 (עם מספרי השוואה לשנת 2023) שפורסמו באתר מאי"ה ביום ה-29 בינואר 2025. בשלב הראשון, סידרתי מחדש את המאזן של גבי-ים בצורה של מאזן כלכלי:

במיליוני ₪	31.12.2024
שווי נדל"ן להשקעה	15,246
רכוש קבוע	74
מגורים (קרקעות)	183
נכסים אחרים נטו	69
אובליגו נטו	-7,876
מיסים נדחים	-1,749
זכויות מיעוט	-1,432
שווי חברה	4,515

בשלב השני, בחנתי את הערכות השווי של הנכסים המהותיים של גבי-ים ומצאתי כי התשוואות והמחירים שמרניים ביחס לשוק. על כן אפשרתי לעצמי להשתמש בשווי המאזני שלהם.

בשלב השלישי, חישובתי את הערך הנוכחי של המיסים הנדחים על ידי הכפלתם במכפיל ערך

מדי שבוע בערך יוצא לי להיתקל ברואה חשבון או בכלכלן שלא שמעו על שיטת ה-NAV המתואם (המכונה גם ANAV Adjusted Net Asset Value). כולם שמעו על שיטת ה-NAV אך מעטים (קרי, רק מעריכי שווי תאגידים שביצעו הערכות שווי לחברות אחזקה וחברות נדל"ן מניב) מכירים גם את שיטת ה-NAV המתואם.

אז במה נבדלת שיטת ה-NAV המתואם משיטת ה-NAV הרגילה שכל סוכן ביטוח יודע לצטט? ראשית, ההבדל העיקרי הוא במה שמכונה בקרב מעריכי שווי תאגידים תפיסת השווי (Premise of Value), הנחת בסיס השווי. תפיסת השווי פירושה הנחה לגבי מערך הנסיבות הסביר ביותר של עסקה אשר ניתן ליישמו על נשוא הערכת השווי, כגון: עסק חי או פירוק. בעוד ששיטת ה-NAV הרגילה מיושמת בהערכות שווי שתפיסת השווי משמשת בהן הינה השווי להנזלה (Liquidation Value, פירוק), הרי ששיטת ה-NAV המתואם מיושמת בהערכות שווי שתפיסת השווי משמשת בהן הינה "עסק חי" (Going Concern).

במסגרת שיטת ה-NAV הרגילה שווי סך הונה העצמי של חברה מחושב כהפרש בין שווי (שוק) של הנכסים ושווי (מאזני) של ההתחייבויות בהנחה שהחברה הולכת לפירוק, כאשר שווי שוק הינו שווי בעסקה כאשר המוכר פועל תחת מגבלה או לחץ (Fire Sale), בעוד שבמסגרת שיטת ה-NAV המתואם שווי סך הונה העצמי של חברה מחושב על בסיס הערך הכלכלי הנוכחי של הנכסים (היוון שכולל פרמיית סיכון) וערך הספרים של ההתחייבויות הפיננסיות נושאות ריבית כאשר החברה מוערכת כעסק חי ולכן גם בניכוי הערך הנוכחי של עלות התקורות. משמעות הערכת נכסים כעסק חי היא שלא יחול מימוש בפועל של הנכסים אלא תרומת הנכסים תהיה תזרימית והחברה תוכל על בסיס נכסים אלה למחזר חובות.

חשוב לחזור ולחדד זאת, בשיטת ה-NAV המתואם שווי החברה נאמד כשווי כלכלי של ההחזקות כעסק חי בניכוי תקורות ובניכוי חוב נושא ריבית (הון חוזר אינו נלקח בחשבון). למעשה תפיסת השווי של "עסק חי" באה לידי ביטוי בשתי דרכים.

הדרך הראשונה היא באמצעות הערכה כלכלית של הנכסים הנגזרת מהנחות המעריך לגבי הסביבה הכלכלית, תשוואת וסיכון הנכס וכו' ולא באמצעות שווי שוק