

24 אוקטובר 2010

## מניית גבעות יהש ומכפיל ההכנסות מבורסת הנאסד"ק

בתחילת החודש פרסמנו שלושה מאמרים אשר מטרתם הייתה לבדוק את השווי המשתמע של מניית גבעות יהש על פי שיטת המכפיל. במילים אחרות, בדקנו מהו שווי המניה הנגזר מרמות המחירים ששררו בבורסות שונות בחו"ל נכון ליום 29 בספטמבר 2010, בקרב חברות בחברות התואמות בקירוב לפעילות חברת גבעות עולם. ככל הנראה, הרעיון שעמד מאחורי המאמרים הללו לא הובן כהלכה ועל כן המאמרים המדוברים נתפסו על ידי חלק מהקוראים כהערכות שווי מחייבות אשר מסמנות מחיר יעד אשר אליו צריכה מניית גבעות להתכנס תוך פרק זמן מסוים.

אנו מצטערים שכך הדברים הובנו. זו לא הייתה כוונתנו, אותה פירשו כנראה חלק מהקוראים שלא כהלכה, למרות העובדה שהדגשנו, חזור והדגש, כי מדובר בניתוחי רגישות ובחינות סבירות להנחות בדבר שווי המניה, תחת הנחות מסוימות וכי חישובינו אינם עולים בגדר הערכת שווי לחברה אלא מהווים בחינה אינדיקטיבית לסבירות האינדיקציות השונות בדבר שווי המניה, התחת ההנחות המפורטות בלבד. אפילו בעיתון מסוים נכתב שבהערכות השווי שפורסמו (למרות שהדגשנו שוב ושוב כי המאמרים שפורסמו אינם נופלים בהגדרה היבשה של הערכת שווי), כותבי המאמרים טוענים כי המניה נסחרת בדיסקאונט של כ-90% - דבר שלא נטען באף אחד מהמאמרים.

חשוב להבין שכאשר אנו בודקים רמת מחירים לתאריך מדגם ספציפי וממנו גוזרים שווי מניה משתמע מסוים – הרי שאותו שווי משתמע נכון ליום עריכת המדגם בלבד. הווה אומר, שלא ניתן ורצוי מאוד שלא להשוות בין אותו שווי משתמע הנכון לאותו תאריך מדגם ספציפי לבין שער הנעילה של המניה בבורסה כמה ימים לאחר מכן או כמה ימים קודם לכן. במאמרינו אנו מנסים לבדוק שווי משתמע לסוף יום מסחר מסוים ואז להשוות אותו לשער הנעילה של המניה בבורסה בתל אביב לאותו סוף יום מסחר. חשוב מאוד לשים לב לתאריכי המדגם ולתאריך המאמר ולא להתבלבל ולחשוב שמדובר על מחיר מטרה כזה או אחר. אנו לא עוסקים בניתוח טכני כלל וכלל.

לכל אחד מהמאמרים שפורסמו היו שתי מטרות. פעם אחת, לבחון את השווי המשתמע של המניה על בסיס שיטת המכפיל והנחות בדבר קצב ההפקה היומי הצפוי. פעם שנייה, לחלץ את קצב ההפקה היומי הגלום בשער הנעילה של מניית החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב ולשאול האם הוא סביר בעיני המשקיע הפוטנציאלי.

למעשה המאמרים שלנו וכך גם הערכת השווי שפרסמנו מכילים המון ניתוחי רגישות עם המון שוויים שונים למניה, כך שכל משקיע יכול למצוא את המחיר שמתאים להנחות שלו.

ורק עוד דבר אחד קטן. השבוע חברת גבעות עולם פרסמה לויז', לפיו הפקה מסחרית ברמה של 2,000 חביות נפט ליום תחל רק בנובמבר 2011 (פעולות Frac יחלו כבר בסוף 2010). להזכירכם ב-7 באוקטובר 2010

פורסמה באתר זה, הערכת שווי אשר הנחות היסוד שלה דיברו על קצב הפקה יומי של 2,000 חביות נפט ליום ושנת 2012 כשנה הראשונה של פעילות מייצגת עבור החברה (קרי, 12 חודשים של הכנסות נורמטיביות ממכירת נפט המופק בקצב של 2,000 חביות ליום). לפיכך, בעלי האתר (קרי, מזמיני העבודה) צדקו בהנחות היסוד שסיפקו לנו לצורך גיבוש חוות דעתנו.

ועכשיו לגופו של עניין. במאמר זה החלטנו לעדכן מאמר ישן שלנו ולבדוק את השווי המשתמע לחברה ולמנייה על בסיס מכפיל ההכנסות הממוצע של חברות ציבוריות דומות 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 שוקי יעד שונים, שיעור צמיחה, שינוי בתמהילי ההכנסות, ההוצאות או מבני הון שונים.

## 2. שווי ההון העצמי המשתמע לחברה (Implied Market Cap)

בחנו את שווי ההון העצמי של גבעות עולם ומחיר מניית גבעות יהש על פי שיטת המכפיל. בחנו בצורה השוואתית חברות ציבוריות, הדומות לחברה ככל האפשר בתחום פעילותן ציבוריות הנסחרות בבורסת הנאסד"ק בארה"ב (להלן "חברות המדגם"). בחנו פרמטרים כמותיים של חברות המדגם כגון שווי שוק וסך הכנסות. להלן ריכוז אינדיקטורים למכפיל השווי על ההכנסות שפורסמו למועד כתיבת המאמר של חברות המדגם (מועד עריכת המדגם: 24 באוקטובר 2010):

Company Name (exchange: ticker)	Market Cap	TEV	LTM Revenue	TEV/LTM Total Rev
(USD In Millions)				
Patterson-UTI Energy, Inc. (NasdaqGS: PTEN)	3,020	2,920	952	3.1x
Atlas Energy, Inc. (NasdaqGS: ATLS)	2,370	4,180	1,630	2.6x
BreitBurn Energy Partners, L.P. (NasdaqGS: BBEP)	1,020	1,560	302	5.2x
FX Energy, Inc. (NasdaqGM: FXEN)	208	226	23	10.0x
RAM Energy Resources, Inc. (NasdaqGM: RAME)	114	359	113	3.2x
GeoMet, Inc. (NasdaqGM: GMET)	32	148	32	4.6x
High				10.0x
Low				2.6x
Mean				4.8x
Median				3.9x

לשם הנוחות, להלן ריכוז שווי ההון העצמי המשתמע לחברה (Implied Market Cap) על פי תוצאות המכפילים האמורים (במיליוני שקלים חדשים, בתוספת נכסים פיננסיים, נטו של בסך של כ- 25.9 מיליון שקלים חדשים):

	<b>Implied Market Cap</b>			<b>Implied Market Cap/MV</b>		
	<b>by Rev 2012E</b>			<b>by Rev 2012E</b>		
	<b>383bpd</b>	<b>956bpd</b>	<b>2,000bpd</b>	<b>383bpd</b>	<b>956bpd</b>	<b>2,000bpd</b>
	<b>(NIS In Millions)</b>			<b>(In Percentage)</b>		
High	440	1,059	2,188	66%	160%	331%
Median	187	429	870	28%	65%	131%
Low	132	292	582	20%	44%	88%
	Average		<b>687</b>	Average		<b>104%</b>

במדגם החברות נתקבלו מכפילי הכנסות בטווח של כ- 2.6-10.0. מכפיל ההכנסות הגבוה עמד על כ- 10.0, מכפיל ההכנסות החציוני עמד על כ- 3.9 ומכפיל ההכנסות הנמוך עמד על כ- 2.6, המשקפים לגבעות עולם (בהנחת מחיר חבית נפט של 81.69 דולר לחבית, שער חליפין של 3.638 שקל חדש לדולר ו- 365 ימי הפקת נפט בשנה קלנדרית) שווי הון עצמי של כ- 440 מיליון שקלים חדשים, על בסיס קצב הפקה של 383 חביות נפט ליום בשנת 2012 וכ- 1,059 מיליון שקלים חדשים על בסיס קצב הפקה של 956 חביות נפט ליום בשנת 2012 עבור המכפיל הגבוה, שווי הון עצמי של כ- 870 מיליון שקלים חדשים עבור המכפיל החציוני, ושווי הון עצמי של כ- 582 מיליון שקלים חדשים עבור המכפיל הנמוך, על בסיס קצב הפקה של 2,000 חביות נפט ליום בשנת 2012.

ממוצע תוצאות שווי המכפילים ליום 24 באוקטובר 2010 משקף לגבעות עולם שווי הון עצמי משתמע מסוים של כ- 687 מיליון שקלים חדשים. ליום 24 באוקטובר 2010, עומד שווי ההון הסחיר של גבעות עולם בבורסה לניירות ערך בתל אביב על כ- 662 מיליון שקלים חדשים. קרי הפרש של כ- 25 מיליון שקלים חדשים (פער של כ- 3.8%).

**3. השווי המשתמע למניה (Implied Share Price)**

לשם הנוחות ולמען ההשוואה, להלן ריכוז השווי המשתמע למניה (Implied Share Price) על פי תוצאות המכפילים האמורים (באגורות, מחולקים ב- 9,190,657,844 מניות):

	<b>Implied Share Price</b>			<b>Implied Market Cap/Price</b>		
	<b>by Rev 2012E</b>			<b>by Rev 2012E</b>		
	<b>383bpd</b>	<b>956bpd</b>	<b>2,000bpd</b>	<b>383bpd</b>	<b>956bpd</b>	<b>2,000bpd</b>
	<b>(In Agorot)</b>			<b>(In Percentage)</b>		
High	4.79	11.53	23.81	66%	160%	331%
Median	2.04	4.67	9.46	28%	65%	131%
Low	1.44	3.17	6.33	20%	44%	88%
	Average		<b>7.47</b>	Average		<b>104%</b>

במדגם החברות נתקבלו מכפילי הכנסות בטווח של כ- 2.6-10.0. מכפיל ההכנסות הגבוה עמד על כ- 10.0, מכפיל ההכנסות החציוני עמד על כ- 3.9 ומכפיל ההכנסות הנמוך עמד על כ- 2.6, המשקפים למניית גבעות יהש (בהנחת מחיר חבית נפט של 81.69 דולר לחבית, שער חליפין של 3.638 שקל חדש לדולר ו- 365 ימי הפקת נפט בשנה קלנדרית) שווי מניה של כ- 4.79 אגורות למניה, על בסיס קצב הפקה של 383 חביות נפט ליום בשנת 2012 וכ- 11.53 אגורות למניה על בסיס קצב הפקה של 956 חביות נפט ליום בשנת 2012 עבור המכפיל הגבוה, שווי מניה של כ- 9.46 אגורות למניה עבור המכפיל החציוני, ושווי מניה של כ- 6.33 עבור המכפיל הנמוך, על בסיס קצב הפקה של 2,000 חביות נפט ליום בשנת 2012.

ממוצע תוצאות שווי המכפילים ליום 24 באוקטובר 2010 משקף לגבעות יהש שווי מניה משתמע מסוים של כ- 7.47 אגורות למניה. ליום 24 באוקטובר 2010, עומד שער הנעילה של מניית גבעות יהש בבורסה לניירות ערך בתל אביב על כ- 7.20 אגורות למניה. קרי, הפרש של כ- 0.27 אגורות (פער של כ- 3.8%).

**4. קצב ההפקה היומי הגלום בשער הנעילה של המניה**

השווי המשתמע למניה נקבע על בסיס הנחות בדבר קצב הפקה יומי של חביות נפט, מחיר חבית נפט, שער חליפין שקל חדש לדולר ומספר ימי ההפקה בשנה קלנדרית. בכדי לאמוד את קצב ההפקה היומי הגלום בשער הנעילה של מניית גבעות יהש בבורסה לניירות ערך בתל אביב, ניכנו משווי החברה את שווי הנכסים הפיננסיים, נטו ואת ההפרש חילקנו במכפלת מחיר חבית נפט בשער חליפין של שקל חדש לדולר במספר ימי ההפקה בשנה קלנדרית ובמכפיל ההכנסות.

<b>Implied Barrels per Day</b>	
<b>by Rev 2012E</b>	
<b>7.20 per Share</b>	
<b>(In bdp)</b>	
High	588
Median	1,507
Low	2,286
Average	<b>1,460</b>

על פי מכפיל ההכנסות הגבוה העומד על כ- 10.0, שער הנעילה של מניית גבעות יהש בבורסה לניירות ערך בתל אביב על העומד על כ- 7.2 אגורות למניה מגלם בתוכו קצב הפקה יומי של כ- 588 חביות נפט ליום (בהנחת מחיר חבית נפט של 81.69 דולר לחבית, שער חליפין של 3.638 שקל חדש לדולר ו- 365 ימי הפקת נפט בשנה קלנדרית).

על פי מכפיל ההכנסות החציוני העומד על כ- 3.9, שער הנעילה של מניית גבעות יהש בבורסה לניירות ערך בתל אביב על העומד על כ- 7.2 אגורות למניה מגלם בתוכו קצב הפקה יומי של כ- 1,507 חביות נפט ליום (בהנחת מחיר חבית נפט של 81.69 דולר לחבית, שער חליפין של 3.638 שקל חדש לדולר ו- 365 ימי הפקת נפט בשנה קלנדרית).

על פי מכפיל ההכנסות הנמוך העומד על כ- 2.6, שער הנעילה של מניית גבעות יהש בבורסה לניירות ערך בתל אביב על העומד על כ- 7.2 אגורות למניה מגלם בתוכו קצב הפקה יומי של כ- 2,286 חביות נפט ליום (בהנחת מחיר חבית נפט של 81.69 דולר לחבית, שער חליפין של 3.638 שקל חדש לדולר ו- 365 ימי הפקת נפט בשנה קלנדרית).

על פי ממוצע תוצאות שווי המכפילים ליום 24 באוקטובר 2010, שער הנעילה של מניית גבעות יהש בבורסה לניירות ערך בתל אביב נכון ליום 24 באוקטובר 2010 העומד על כ- 7.2 אגורות למניה מגלם בתוכו קצב הפקה יומי משתמע מסוים של כ- 1,460 חביות נפט ליום בשנת 2012.

**5. הגבלת אחריות**

הערכה כלכלית זו אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים, תוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות שנאמדו על בסיס מידע קיים והינה רלוונטית למועד עריכתה 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 והערכות עתידיות, כמפורט לעיל בגוף המאמר.

הערכה כלכלית זו איננה מתייחסת למכלול ההיבטים הכלכליים הקשורים בקביעת השווי בלבד ואין בה משום המלצה לפעולה כלשהיא, לרבות המלצת השקעה ו/או מכירה של ניירות ערך כלשהם. בשל אי הוודאות העסקית הכרוכה בניסיון להעריך הן את שווי החברה והן את שווי מנייתה וריבוי הפרמטרים האקסוגניים והאנדוגניים להן כאחד, העשויים להשפיע על תוצאות פעילותה בעתיד ושוויים של נכסיה, נטו בפועל, אין כל ערובה או בטחון כי תוצאות המודל וההערכות אותם נקטנו במאמר יתקיימו בפועל ומטרתם לשקף את הידע הקיים, ככל שידוע, במועד כתיבת המאמר.

אין במאמר זה משום ייעוץ או חוות דעת משפטית. פירוש מסמכים שונים, שבהם עיינו, ככל שעיינו, נעשה אך ורק לצורך כתיבת מאמר זה. המידע המופיע במאמר זה אינו מתיימר לכלול את כל האינפורמציה שעשוי לדרוש משקיע פוטנציאלי ואינו מיועד להעריך את שווי החברה ומנייתה 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 מניותיהן, 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 הכלכלית. התיאור הכלול בה אינו אמור להיות תיאור מלא ומפורט של כלל הנהלים אשר יישמנו, אלא מתייחס לעיקריים שבהם.

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.