

## בדרך להערכת שווי חברת גבעות עולם ומניית גבעות יהש

### חלק ג' – פיצול רכיבי הון של חברה

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 מציג את שיטת ה- Option Pricing Model לפיצול רכיבי הון של חברה ומסביר בקצרה כיצד מעריכים כתבי אופציה של חברה. 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 השנייה בגודלה בארה"ב (Amex), תחת הנחות שונות.

### פרק ראשון - פיצול רכיבי הון של חברה

#### Option Pricing Model 1.

בראייה כלכלית מימונית, ניתן לראות במניות חברה מוערכת כזכויות חוזיות המשקפות הלכה למעשה אופציות רכש (Call) לחברה, בעלות תנאים שונים, שהרי זכויותיהן של המניות הינן זכויות בעלות שווי שיורי (Residual Value). שיטת זו (OPM- Option Pricing Model) השייכת לקבוצת טכניקות הערכת שווי באמצעות תמחור זכויות מותנות (Contingent Claims Valuation Methodologies), מועדפת לרוב במצבים הכוללים מבנה הון מורכב, כגון ריבוי שכבות של מניות מועדפות (Preferred Stocks, מניות בכורה), בעסקאות הכוללות מערך זכויות מותנות מורכבות ובתחזיות עסקיות בעלות שונות גבוהה. עיקר תעדוף שיטה זו מקורו בשימוש מצומצם בהנחות עתידיות ובחישוב ה- Implied Value של שווי מכשירי ההון השונים של החברה המוערכת כמשקף את הנחת At arm's length, כפי שנגזר ומתגלה ממחיר מניות הבכורה (במידה וקיימות), כפי שגויסו בפועל. בהיעדר מניות בכורה ולשם החישוב, השיטה הנ"ל רואה בהלוואות המירות (בהתאם למאפייניהן כמובן) כמניות בכורה לכל דבר ועניין.

על בסיס גזירת ה- Implied Value ובחינת הקשר הרפטיבי המשתמע בינו ובין מאפיינים פיננסיים, תפעוליים ואחרים של החברה המוערכת, ניתן לגבש שווי אינדיקטיבי מקורב יציב אף לתקופות ביניים שבין סבב גיוס הון אחד למשנהו. במסגרת מתודה זו, שווי נכס הבסיס של אופציות הרכש המשתמעות מהזכויות ההוניות השיוריות הגלומות בהונה של החברה המוערכת, כפי שגויסו במסגרת סבב הגיוס,

הינו שווי סך הונה העצמי של החברה המוערכת בטרם חלוקתו היחסית בין שכבות בעלי זכויות ההון השונים, בעוד שמחיר המימוש (Strike) מבוסס על סדר קדימויות הניילות היחסיות - Liquidation Preference (להלן "LP") בהתאם למועדי ה- Liquidation החזויים השונים של שכבות המניות המועדפות.

לשם המחשה, פוזיציה של רכישת מניות בכורה A1 זהה לרכישת אופציית Call עם מחיר מימוש אפס, מכירת אופציית Call עם מחיר מימוש בהתאם לסדרי הנשייה והפירעון (Liquidation Preference) בניגון ורכישת אופציית Call עם מחיר מימוש יחסי ( $\alpha\%$ ) בהתאמה לערך הסף ממנו משתנות הזכויות לבעלי המניות ( $X_{change}$ ), על פי הייצוג המתמטי כלהלן:

$$PV_{AI} = Call(0) - Call(LP_{AI}) + \alpha\% \cdot Call(X_{change})$$

## 2. הערכת כתבי אופציה

כתבי האופציה מוענקים ברגיל לעובדים, נושאי משרה ודירקטורים. אולם, היות ולא קיימת אפשרות מעשית למדוד באופן מהימן את השווי ההוגן של השירותים שהתקבלו ויתקבלו מידיהם, נמדד לרוב שוויים של כתבי אופציה אלו כנגזרת על בסיס שוויים ההוגן של המכשירים ההוניים המוענקים, במועד ההענקה.

קיימות שיטות רבות להמחרת שווי אופציות אשר כולן מתבססות על אותה מתודולוגיה (רציפות או קירוב לרציפות) כגון מודל Black & Scholes, המודל של Cox, Ross & Rubinstein (C-R-R), וכן שיטת נומריות מהסוג המכונה Finite Difference Method. המתודולוגיה שבה מקובל להשתמש לצורך הערכת שווי הרכיבים ההוניים החברה המוערכת הינה שימוש במודל Black & Scholes.

## פרק שני – שימוש בשיטת המכפיל וחברות ציבוריות הנסחרות בבורסה השנייה בגודלה

### בארה"ב (Amex)

#### 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. 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 השנייה בגודלה בארה"ב (Amex), תחת הנחות שונות.

במסגרת מאמר זה ערכנו חיפוש במאגרי מידע אודות חברות ציבוריות הפועלות במגזר ה-Energy בבורסה השנייה בגודלה בארה"ב (Amex), כאשר אנו מחפשים חברות התואמות בקירוב לפעילות החברה. לבסוף לקחנו נתונים רק אודות חברות הנסחרות בבורסה השנייה בגודלה בארה"ב (Amex) המסווגות בענף ה-Oil & Gas Drilling & Exploration ודומות במאפייניהן לפעילות החברה.

בחנו בצורה השוואתית חברות ציבוריות, המאוגדות תחת <sup>1</sup> SIC 1311 – Crude Petroleum and Natural Gas, הדומות לחברה ככל האפשר במונחי פעילות (להלן "חברות המדגם"). בחנו פרמטרים כמותיים של חברות המדגם כגון Market Cap וסך מכירות. להלן ריכוז אינדיקטורים למכפיל השווי על סך המכירות וההון העצמי העדכניים האחרונים של חברות המדגם (מועד עריכת המדגם: 29 בספטמבר 2010):

<b>Company</b>	<b>Market Capitalization USD (m)</b>	<b>TEV<sup>(1)</sup>/ Revenue</b>	<b>Markt Cap/ Book Value</b>
Cheniere Energy, Inc. Common St (AMEX: LNG)	140.5	10.3	N/A
Cubic Energy Inc Common Stock (AMEX: QBC)	59.6	32.6	10.4
Magnum Hunter Resources Corpora (AMEX: MHR)	282.2	14.7	3.9
New Concept Energy, Inc Common (AMEX: GBR)	5.2	1.6	0.3
Pioneer Drilling Company Common (AMEX: PDC)	331.6	1.6	0.8
Tengasco, Inc. Common Stock (AMEX: TGC)	26.1	3.1	0.9
Tri-Valley Corporation Common S (AMEX: TIV)	27.2	23.6	6.0
<b>High:</b>		<b>32.6x</b>	<b>10.4x</b>
<b>Low:</b>		<b>1.6x</b>	<b>0.3x</b>
<b>Mean:</b>		<b>12.5x</b>	<b>3.7x</b>
<b>Median:</b>		<b>10.3x</b>	<b>2.4x</b>

<sup>(1)</sup>TEV - Total Enterprise Value

<sup>1</sup> Standard Industry Code.

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

	By Rev. Multiples			By Book Value Multiples			Total Average
	383bpd	956bpd	2,000bpd	31.12.09A	31.03.10A	30.06.10A	
	(NIS In Millions)			(NIS In Millions)			
High	1,397	3,448	7,184	202	274	317	<b>2,137</b>
Mean	550	1,335	2,765	72	98	113	<b>822</b>
Low	92	192	372	6	8	9	<b>113</b>
<b>Total Average:</b>			<b>1,926</b>	<b>Total Average:</b>		<b>122</b>	
<b>Total Average Implied Market Cap:</b>				<b><u>1,024</u></b>			

במדגם החברות נתקבלו מכפילי מכירות בטווח של כ- 1.6-32.6 (בממוצע כ- 12.5). מכפיל המכירות הממוצע, משקף להון החברה שווי בטווח של כ- 550-2,765 מיליון שקלים חדשים, על בסיס תחזית הכנסות שנתיות לחברה לפי 383 חביות ליום, תחזית הכנסות שנתיות לחברה לפי 956 חביות ליום ותחזית הכנסות שנתיות לחברה לפי 2,000 חביות ליום.

מכפילי ההון העצמי עמדו בטווח של 0.3-10.4 (בממוצע כ- 3.7). שווי החברה על פי מכפיל ההון העצמי הממוצע משקף להון החברה שווי בטווח של כ- 72-113 מיליוני שקלים חדשים על בסיס ההון העצמי ליום 31 בדצמבר 2009, ההון העצמי ליום 31 במרץ 2010 וההון העצמי ליום 30 ביוני 2010.

תוצאות המכפילים משקפות להון החברה שווי ממוצע של כ- 1,024 מיליון שקלים חדשים, ליום 29 בספטמבר 2010. שווי ההון הסחיר של החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב, ליום 29 בספטמבר 2010, על בסיס מחיר מניית החברה ומספר מנייתיה, עומד על כ- 845 מיליון שקלים חדשים.

### 3. שווי למניה

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 המכירות הממוצע, משקף למניית החברה שווי בטווח של כ- 0.0599-0.3009 שקלים חדשים למניה, על בסיס תחזית הכנסות שנתיות לחברה לפי 383 חביות ליום, תחזית הכנסות שנתיות לחברה לפי 956 חביות ליום ותחזית הכנסות שנתיות לחברה לפי 2,000 חביות ליום.

שווי המניה על פי מכפיל ההון העצמי הממוצע משקף למניית החברה שווי בטווח של כ- 0.0123-0.0079. שקלים חדשים למניה על בסיס ההון העצמי ליום 31 בדצמבר 2009, ההון העצמי ליום 31 במרץ 2010 וההון העצמי ליום 30 ביוני 2010.

תוצאות המכפילים משקפות למניית החברה שווי ממוצע של כ- 0.2096 שקלים חדשים למניה, ליום 29 בספטמבר 2010. 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 רוה, 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.