

## וועדת ששינסקי ושווי מניית גבעות לפי מכפילי ההכנסות ב-NYSE?

בחלק הראשון של מאמר נעסוק בעניינו של הציבור בשיעור התמלוגים שישלמו למדינה מפתחיהם של שדות הגז שהתגלו בים התיכון, כאשר הגז הוא ממשאבי הטבע היחידים שעומדים לרשותנו. המסקנות של וועדת ששינסקי הן די מורכבות למי שאיננו בקיא בכלכלה או בראיית חשבון, קרי, מתווה התמלוגים הוא מורכב ועל כן בחרנו לעשות סדר בדברים. בחלקו השני של המאמר, 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 ה-NYSE 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.

### חלק א' - ועדת ששינסקי

וועדת ששינסקי מונתה על ידי שר האוצר יובל שטייניץ, במטרה לבצע נורמליזציה בסטנדרטים מערביים של מערכת המיסוי בישראל. דהיינו, הרעיון היה שהמדינה אשר הינה בעד שוק חופשי רוצה לעודד יזמות ("יגעת ומצאת - תאמין וגם תרוויח ותרוויח יפה"), אך באותה נשימה המדינה לא ראתה כל סיבה מדוע אזרחי מדינת ישראל ייהנו מאוצרות הטבע של המדינה (קרי, מאוצרות הטבע שלהם) פחות מאשר אזרחים של מדינות מערביות (ארה"ב, קנדה, אנגליה, הולנד, נורבגיה ואוסטרליה וכו').

חשוב לציין כי למרות ההשתלחויות בוועדה, מדובר בוועדה מקצועית לעילא ולעילא עם האנשים הכי מקצועיים בישראל, שישבה ובחנה את הנושא הזה לעומק על כל היבטיו והגיעה למסקנה, אשר על פניה נראית סבירה פחות או יותר. למעשה, הוועדה בחנה מה קורה בעולם וביצעה פחות או יותר סטנדרטיזציה. לאמור - הוועדה המליצה במסקנותיה להביא את ישראל (מאחר ואלו עדיין אינן מסקנות סופיות) למצב נורמלי, כמקובל בממוצע במדינות המערב.

חשוב להבין כי ישנם שלושה רכיבים. הרכיב הראשון הינו שיעור המס התאגידי הסטטוטורי השולי הנורמטיבי לטווח ארוך אשר חל על כל החברות במשק (מבלי שום קשר למשאבי טבע או לא), אשר עומד על 18%. הוועדה לא התייחסה אליו. הרכיב השני הינו שיעור התמלוגים על משאבי טבע ישירות (כפי שהם) אשר עומד על כ-

12.5%. נציין כי היה "ניכוי אזילה" מאוד מוזר, שבעצם קיזז את התמלוגים והפך אותם לאפס. הוועדה המליצה לבטל אותו מאחר והוא קיים אך ורק בישראל. נסביר כי פירוש אזילה מלאי הגז הינו למעשה פחת (לא על ציוד אלא על שדה הגז עצמו) ומאחר ושדה הגז לא נקנה אלא שייך למדינה, על כן מי שצריך ליהנות מהפחת אם כבר זו המדינה ולא היזם. הרכיב השלישי הינו הרווח הנוסף המשמעותי הנובע מכך שמדובר במשאבי טבע. לאמור- המדינה תתחיל לקחת היטל מיוחד שנקרא "היטל על רווחי יתר על גז ונפט", אך רק לאחר שהמשקיעים בכל שדה יחזירו את מלוא השקעתם ועוד ירוויחו תשואה של 50% על השקעתם. ההיטל האמור יתחיל ברמה של 20% (קרי, עד 50% תשואה על ההשקעה גובה ההיטל יעמוד על 0%) ויעלה בהדרגתיות, כך שברמות רווחיות מאוד גבוהות (קרי, כאשר ישנם שדות מוצלחים ורווחיים והמשקיעים יגיעו לתשואה של 130% על ההשקעה) אז ההיטל יגיע לרמה של 60%.

השאלה שעולה הינה האם מדובר בשיעור תמלוגים הוגן? התשובה היא שזהו פחות או יותר הממוצע במערב (במערב ולא בעולם). הסיבה לכך שהבנצ'מרק שלנו הוא המערב הדמוקרטי, די ברור – הרי לא מעניינות אותנו מדינות כמו ונצואלה או איראן). לפיכך, אין כל סיבה שבישראל זה יהיה באופן דרמטי שונה. רק על מנת לסבר את האוזן, שיעור התמלוגים בישראל הוא מהנמוכים בעולם ובנוסף הפעם האחרונה שהנושא טופל בישראל היה בשנת 1952. נסביר כי בשנת 1952 נוסח החוק הקיים, אולם אז מדינת ישראל הייתה אמורה ליהנות יותר וזאת מאחר ומס החברות דאז בישראל עמד על כ- 50% ועל שיעור זה הוסיפו שיעור תמלוגים של 12.5%, כלומר בסך הכל 62.5%. כיום בשנת 2010 שיעור מס החברות עומד על 25% והוא אמור לרדת עד לשיעור של 18% בשנת 2016 – אולם שיעור התמלוגים נשאר כפי שהיה ברמה של 12.5%, כלומר החלק של המדינה קטן (מ- 62.5% ל- 30.5%).

בשישים השנים האחרונות, בכל העולם כמעט (בארה"ב, קנדה, אנגליה, הולנד ונורבגיה) שינו מספר פעמים את המיסים על הגז והנפט (לרוב העלו אותם ותמיד על כולם, כלומר לא עשו הבחנות בין בארות כאלה ואחרות) ואילו רק בישראל לא נגעו בנושא הזה במשך כל התקופה. למען ההגינות, נציין כי ניסיון אחד לטפל בנושא בשנים 2001-2002 אך תוך חודשיים הניסיון הזה סוכל בהצלחה על ידי קבוצות הלחץ והאינטרסים, ומאז לא נגעו בנושא התמלוגים.

לעניות דעתנו, ברור ואך טבעי ביותר שמשקיעים רוצים להגן על הרווחים שלהם. כלומר מחד, המשקיעים צריכים להרוויח רווח יפה על השקעתם וזאת מאחר ובלי משקיעים ויזמים (אשר פועלים למטרות רווח) המשק לא יתפתח. מאידך, אזרחי ישראל לא צריכים להיות מקופחים וזכותם לקבל את מה שמגיע להם לטובת החינוך, הביטחון והעתיד שלהם ושל ילדיהם כמקובל בארה"ב, קנדה, אנגליה והולנד. למעשה מדובר בדו"ח שאיננו סופי, דהיינו, יהיה תהליך של שימוע נוסף (קרי, היה שימוע בכתב ועכשיו יהיה עוד שימוע רשמי, פעם שנייה בעל פה או בכתב, בו המשקיעים יוכלו להביע את עמדתם), יכול להיות שהוועדה תשנה משהו (אם היא תחשוב שזה נכון) ולאחר מכן יגיעו המלצות סופיות. כפי שזה נראה כיום, שרים וחברי כנסת רבים מתחילים להבין את חשיבות העניין, כלומר, שבמאגרים שכבר נמצאו ישנם אוצרות טבע בשווי של כעשרות מיליארדי שקלים חדשים, שעל פי הסטנדרטים המקובלים במערב מגיעים לעם ישראל. להערכתנו החוק יגיע לקריאה סופית עד סוף שנת 2011, לאחר תהליך שימוע ודיון הן בממשלה והן בכנסת. חשוב לזכור שמשאבי הטבע האלה הם בשורה ותקווה לעם ישראל בתנאי שהם יטופלו בצורה הוגנת ונכונה.

לפיכך, לדעתנו על וועדת ששינסקי לקרוא את פסק הדין הידוע "Ciba - Geigy Corp v. Commissioner" של בית המשפט האמריקאי למיסים אשר קבע:

"A standard widely recognized in the licensing literature is that the licensor and the licensee share the net profit in ratio of 25 percent and 75 percent, respectively."<sup>1</sup>

לעניות דעתנו, על הוועדה לשקול את שיעור זה או קירובים לו, כבדיקת סבירות לשיעורי התמלוגים, בהתחשב בין היתר בשיעורים המקובלים בעולם (בהינתן מדינות Benchmark מתאימות) ולאחר שקילת פרמטרים נוספים, לרבות מידת תלות החברות באוצרות הטבע, פונקציית הרווחיות בחברות, מידת תמהיל פיזור הסיכון בין בעלי הזכויות השונות ומידת תרומת משאבי הטבע לפעילות החברות ולרווחיותן (Variable Factors).

## חלק ב' - שווי מניית גבעות

### 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-NYSE 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: 14 לדצמבר 2010):

<u>Company</u>	<u>Market Cap</u>	<u>TEV</u>	<u>Revenue</u>	<u>TEV/Rev</u>
(USD In Millions)				
Whiting Petroleum Corp.	6,580.0	7,350.0	1,370.0	5.4
EQT Corporation	6,440.0	8,170.0	1,300.0	6.3
Energen Corp.	3,340.0	3,890.0	1,540.0	2.5
MarkWest Energy Partners LP	3,000.0	4,120.0	1,170.0	3.5
Unit Corp.	2,170.0	2,290.0	806.6	2.8
Bill Barrett Corp.	1,860.0	2,160.0	707.4	3.1
W&T Offshore Inc.	1,280.0	1,550.0	694.9	2.2
BPZ Resources, Inc.	471.3	590.5	88.2	6.7
<b>Maximum:</b>				<b>6.7</b>
<b>Weighted Mean By Market Cap:</b>				<b>4.5</b>
<b>Minimum:</b>				<b>2.2</b>
<b>Median:</b>				<b>3.3</b>

**TEV - Total Enterprise Value**

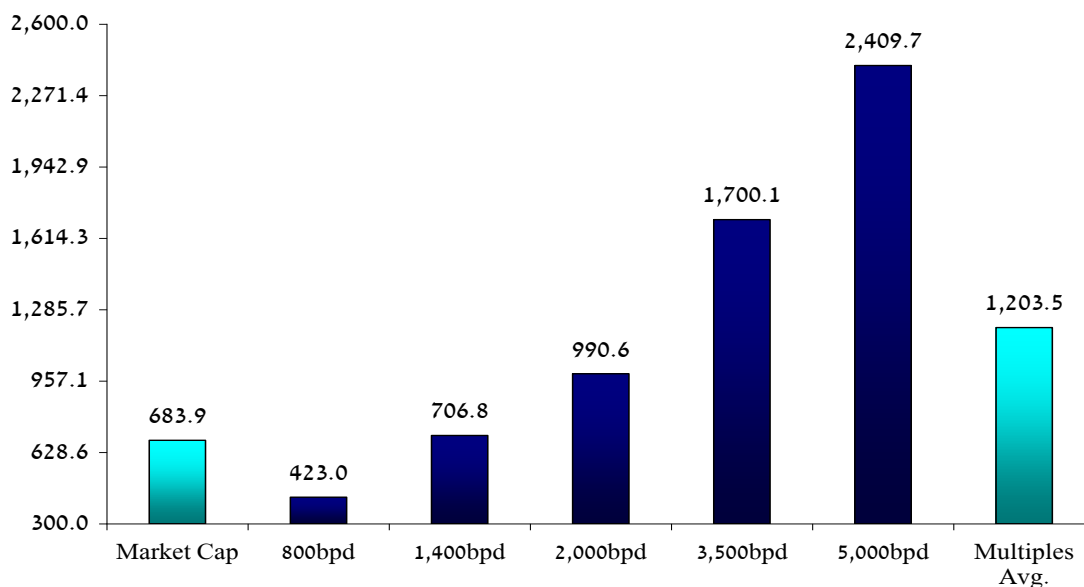
<sup>1</sup> 85 TC 172 (Aug 1,1985), acq. 1987-2 CB 1.

לשם הנוחות, להלן שווי אקוויטי החברה המשתמע על פי תוצאות המכפילים האמורים (במיליוני שקלים חדשים, בתוספת נכסים פיננסיים, נטו בסך של כ- 244.5 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.	
	(NIS In Millions)				(NIS In Millions)				
High	608.9	1,032.1	1,455.4	1,032.1	1,455.4	2,513.5	3,571.6	2,513.5	1,772.8
Mean	<b>423.0</b>	<b>706.8</b>	<b>990.6</b>	<b>706.8</b>	<b>990.6</b>	<b>1,700.1</b>	<b>2,409.7</b>	<b>1,700.1</b>	<b>1,203.5</b>
Low	232.7	373.7	514.8	373.7	514.8	867.5	1,220.2	867.5	620.6
Median	<b>322.1</b>	<b>530.2</b>	<b>738.4</b>	<b>530.2</b>	<b>738.4</b>	<b>1,258.7</b>	<b>1,779.1</b>	<b>1,258.7</b>	<b>894.5</b>

במדגם החברות נתקבלו מכפילי הכנסות בטווח של כ- 2.2-6.7 (בממוצע כ- 4.5). 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 70 דולר לחבית, שער חליפין של 3.611 שקל חדש לדולר ו- 365 ימי הפקת נפט בשנה קלנדרית) שווי בטווח של כ- 423.0-990.6 מיליון שקלים חדשים (בממוצע כ- 706.8 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 3.611 שקל חדש לדולר ו- 365 ימי הפקת נפט בשנה קלנדרית) שווי בטווח של כ- 990.6-2,409.7 מיליון שקלים חדשים (בממוצע כ- 1,700.1 מיליון שקלים חדשים).

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



<sup>2</sup> מקור: דוחות כספיים בלתי מבוקרים של החברה ליום 30 בספטמבר 2010.

<sup>3</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>4</sup> מקור: בנק ישראל.

**ב. שווי מניה**

הדרך הקונבנציונאלית לחילוץ 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- 1,203.5 מיליון שקלים חדשים. מספר מניות החברה עומד על כ- 9,241.6 מיליון מניות, במועד החישוב. בנוסף לחברה ישנם כ- 1,328.3 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- 5.40 אגורות לכתב אופציה, במועד החישוב. שווי השוק של כתבי האופציה הנו מכפלת מספר כתבי האופציה (1,328.3 מיליון) במחיר כתב האופציה (5.40 אגורות) ושווה לכ- 71.7 מיליון שקלים חדשים. לפיכך, שווי המניה על פי גישה זו נאמד בכ- 12.25 אגורות למניה, כדלקמן:

<b>שווי אקוויטי</b>	<b>1203.5</b>
בניכוי שווי אקוויטי בכתבי אופציה	<u>-71.7</u>
<b>שווי אקוויטי במניות רגילות</b>	<b><u>1131.7</u></b>
מספר מניות החברה	9,241.6
<b>שווי המניה</b>	<b><u>0.1225</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- 11.39 אגורות למניה, כדלקמן:

1,203.5	שווי אקוויטי
10,569.9	מספר מניות החברה (בדילול מלא)
<u>0.1139 ₪</u>	שווי המניה

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- 11.64 אגורות למניה, כדלקמן:

1,203.5	שווי אקוויטי
26.6	תמורה צפויה ממימוש כתבי אופציה
<u>1230.0</u>	שווי אקוויטי מתואם
10,569.9	מספר מניות החברה (בדילול מלא)
<u>0.1164 ₪</u>	שווי המניה

להערכתנו ועל בסיס חישובינו, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, על פי מכפילי ההכנסות בבורסת ה- NYSE של חברות התואמות בקירוב לפעילות החברה, שווי מניית החברה נאמד בטווח של כ- 11.39-12.25 אגורות למניה (בתוחלת כ- 11.64 אגורות למניה), כאשר שער הנעילה של מניית החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב למועד החישוב הינו כ- 7.40 אגורות למניה. לאמור- מחיר מניית החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב משקף דיסקאונט של כ- 35.0%-39.6% (בתוחלת כ- 36.4%) 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.

###