

# הסביבה הדיווחית והערכות שווי

כנס CFO אילת 18.9.08

אמיר ברנע

המרכז הבינתחומי הרצליה



# הסביבה הדיווחית מעבר ל- IFRS

מאזן רלבנטי, רווח והפסד בעייתי

## דוגמאות: אמות השקעות

1.4 מיליארד ש"ח

שווי שוק 16/9/08

1.6 מיליארד ש"ח

הון עצמי 6/08

87%

יחס

100%

ממוצע נדל"ן ובינוי

תחום 0.4-3.2

43.6 – רלבנטי?

מכפיל רווח נקי ממוצע

## חריגים: אפריקה ישראל

5.5 מיליארד ש"ח

9.7 מיליארד ש"ח

56%

שווי שוק 16/9/08

הון עצמי 6/08

יחס

# מה משנה IFRS בחברות נדל"ן מניב?

אמות השקעות 2006 שנת מעבר

<u>הפרש</u>	<u>IFRS</u>	<u>עלות נטו</u>	<u>מאזן (מיליוני ש"ח)</u>
+ 615	2,935	2,320	נדל"ן להשקעה
(170)	203	34	מסים נדחים
(21)	21	0	כתבי אופציה
420	1,319	897	הון עצמי

## נתוני 2006

<u>הפרש</u>	<u>IFRS</u>	<u>עלות נטו</u>	<u>דו"ח רווח והפסד</u>
205	205	0	התאמת שווי הוגן
(40)	54	14	הפרשה למסים
20			הוצאות מימון ואחרים
184	316	132	רווח נקי

הוצאות מימון: כולל רווחים ממכירת אג"ח, שינויים בשווי מגזרים

## הערכת שווי

- נתוני NOI, FFO בדוח הדירקטוריון תחליף לדוח רווח והפסד
  - בעיה מרכזית ב IFRS: התאמת שווי נכסים עפ"י שינויי ריבית ללא התאמת שווי התחייבויות.
- מדוע לא הותאמו? (רק בביאור) כדי למנוע רישום הכנסות במצב פיננסי רעוע. משבש השתקפות ניהול סיכונים בדוחות הכספיים ויוצר פער בין חשיפה כלכלית וחשיפה חשבונאית.

## NOI רבעון 4 - 2007

- 63 מיליון ₪
- לשנה 254 מיליון ש"ח
- שווי נדל"ן מניב 3233 מיליון ש"ח (לפי IFRS)
- שיעור היוון משוקלל 7.8%
- להשוות לשיעורי היוון בעסקאות נכסים. אם נמוך מ 7.8% נוצרת פרמיה, אם גבוה – דיסקונט. הפרמיה והדיסקונט תלויים במשך ואכיפת חוזי השכירות.

## Fund from Operation :FFO

- **FFO**: רווח + פחת (ללא רווחי מכירת נכסים, התאמת שווי ומסים נדחים)  
דומה ל EBIT אך אחרי הוצאת מימון
- **FFO 2007**: 107 מיליון ש"ח



## מודלים להערכת שווי

נקודת מוצא: אין צורך לחזור כאן על מודלים  
מוכרים להערכת שווי:

- DCF

- מודל מכפיל רווח של גורדון

- מודל הערך הנכסי של טובין

וויכוח בספרות המקצועית מה רלבנטי תזרים  
מזומנים או רווח חשבונאי

נדגים וויכוח זה על פי נתוני שתי חברות:

# תזרים מזומנים או רווח חשבונאי

## דוגמת בזק: רווח לא רלבנטי

2000	2001	2002	2003	2004	
2,316	2,900	2,830	2,692	2,850	מזומנים מפעילות שוטפת
(1,720)	(1,500)	(1,354)	(1,414)	(1,651)	השקעה ברכוש קבוע
596	1,400	1,476	1,278	1,199	Free Cash Flow
(593)	129	(913)	(438)	621	רווח
4,594					שווי חוב נטו*
(0.244)	0.053	(0.379)	(0.179)	0.238	EPS

שווי שוק (מניות) כ- 17 מיליארד דולר  
שווי הון עצמי (מאזן) כ- 7 מיליארד דולר

\* ראה פרטי חישוב בשקף הבא

# חישוב חוב נטו מתוך מאזן חברת בזק ל- 31.12.2000

	רכוש שוטף		התחייבות שוטפות
(1,533)	מזומנים ושווי מזומנים	735	אשראי מתאגידים בנקאיים
(188)	השקעות לזמן קצר	378	הלוואות לזמן ארוך מבנקים
		225	אגרות חוב
			התחייבות לזמן ארוך
		2,825	הלוואות לזמן ארוך
		2,152	אגרות חוב
(1,721)	סה"כ	6,315	סה"כ

סה"כ חוב נטו: **4,594** אלפי ש"ח

## דוגמת GE: תזרים מזומנים לא רלבנטי

2000	2001	2002	2003	2004	
30,009	39,398	34,848	36,102	36,484	מזומנים מפעילות שוטפת
(37,699)	(40,308)	(61,227)	(21,843)	(38,414)	השקעה ברכוש קבוע
(7,690)	(910)	(26,379)	14,259	(1,930)	Free Cash Flow
12,735	13,684	14,118	15,002	16,593	רווח
101,778					שווי חוב נטו
1.29	1.38	1.42	1.50	1.60	EPS

שווי שוק (מניות) כ- 300 מיליארד דולר  
שווי הון עצמי (מאזן) כ- 100 מיליארד דולר

\* ראה פרטי חישוב בשקף הבא

## מתוך מאזן GE ל- 31.12.2000

	רכוש שוטף		התחייבות שוטפות
(8,195)	מזומנים ושווי מזומנים	119,180	הלוואות קצרות מועד
(91,339)	השקעות לזמן קצר		התחייבות לזמן ארוך
		82,132	הלוואות לזמן ארוך
(99,534)	סה"כ	201,312	סה"כ

סה"כ חוב נטו: **101,778** במיליוני דולר

# מודל Penman

רווח לפני ריבית	=	$FCF$	+	accruals	+	השקעות
-----------------	---	-------	---	----------	---	--------

■ מעבר מתזרים מזומנים לרווח חשבונאי

$E_t$ רווח נקי יציג	=	רווח לפני ריבית	-	עלות חוב זקופה
---------------------	---	-----------------	---	----------------

■ רווח שאריתי (Residual)  $RE_t = E_t - kB_{t-1}$

■  $k$  מחיר ההון כולל פרמיית סיכון עסקי ופיננסי

$$RE_t = (ROE_t - k) * B_{t-1}$$

# מודל Penman - הערכת שווי

## ■ הנחות:

- רווח במקום **FCF**: יתרון החשבונאות
- תקופת תחזית קצרה (עד שנתיים)
- הבחנה בין **רווח נורמלי** ששוויו גלום ב-  $B_0$  ורווח מעל לנורמלי המתבטא ב-  $RE$

$$V = \frac{RE_1}{1+k} + \frac{RE_2}{k-g} \left( \frac{1}{1+k} \right) + B_0$$

# דוגמת GE – הערכת שווי לתחילת שנת 2005 – נתונים למניה

	\$36	מחיר מניה
הון עצמי סוף שנה קודמת	10.47	$B_0$
אומדני אנליסטים	0.91	דיבידנד 2005
	1.71	רווח 2005
	1.96	רווח 2006
	10%	מחיר ההון ( $k$ )

$$\text{סוף שנת 2005} \quad B_1 = B_0 + \text{רווח} - \text{דיבידנד} = 11.27$$



## הערכת שווי

■ נתעלם מצמיחה:

$$\begin{aligned} V &= B_0 + \frac{RE_1}{1+k} + \frac{RE_2}{k} \left( \frac{1}{1+k} \right) \\ &= 10.47 + \frac{(1.71 - 0.1 * 10.47)}{1.1} + \frac{1}{1.1} \frac{(1.96 - 0.1 * 11.27)}{0.1} \\ &= 10.47 + 8.18 = 18.65 \end{aligned}$$

■ משולמת פרמיה בגין צמיחה:

$$36 - 18.65 = 17.35$$

## איזו צמיחה מצדיקה?

23.69	4%
36	7%

\*האם מוצדקת ?

\*האם סביר ?

## מודל אולסון (Ohlson 1995)

■ עיקר התרומה: בניית מודל הקושר את  $RE_t$  עם  $RE_{t+1}$

■ הנוסחה:  $RE_{t+1} = \gamma RE_t$

$$0 < \gamma < 1$$

$\gamma$  מקדם המודד את פרמנטיות הרווח השארתי

$\gamma = 0$  ← הרווח הוא חד פעמי

$\gamma = 1$  ← הרווח הוא קבוע

## נוסחת הערכת השווי

$$V = \alpha(\delta E_0) + (1 - \alpha)B_0$$

$$\alpha = \frac{k\gamma}{1 + k - \gamma}$$

$$\delta = \frac{1 + k}{k}$$

$V_0 = B_0$  ואז  $\alpha = 0$  אז  $\gamma = 0$  אם ■

$V_0 = \frac{1+k}{k} E_0$  ואז  $\alpha = \frac{k}{k} = 1$  אז  $\gamma = 1$  אם ■

(מכפיל הרווח)

## דוגמא

■ נניח:

$$E_0 = 3$$

$$B_0 = 13$$

$$RE_0 = 3 - [10\% * (13 - 3)] = 2$$

$$\alpha = \frac{10\% * 0.9}{1.1 - 0.9} = 0.45$$

$$\delta = 11$$

$$V_0 = 0.45 * 11 * 3 + 0.55 * 13 = 14.85 + 7.15 = 22$$

K	10%
$\gamma$	0.9
אין דיבידנדים	
אין חוב	

■ הון עצמי + הון של  $RE$  בערך 1 (מתחיל 2 בערך ונשחק  
ב- 10% לשנה)

## סיכום ביניים

- ראינו שתי גישות להערכת שווי:
- גישה המתבססת על  $FCF$  (DCF)
- גישה המתבססת על רווח חשבונאי (פנמן, אולסון)
- לכל גישה יתרונות וחסרונות.

# גישת פשרה - EBITDA

EV	=	מכפיל
EBITDA		EBITDA

EV	Enterprise Value (הון עצמי + חוב נושא ריבית)
EBITDA	רווח לפני ריבית מס ופחת (אמצע הדרך בין DCF לחשבונאי)



והון חוזר

## יישום

- האנליסט צריך לחשב **EBITDA** של השנה הנוכחית (למשל 2008 ולא 2007).
  - **EBITDA** יציב מכיוון שאינו מושפע מ-
    - הכנסות והוצאות מימון
    - שער דולר
    - מדד
    - תנודות השוק
- ולכן נח יותר להערכת שווי.



## יישום EBITDA - בזק

2004	2006	בזק
1,391	1,825	רווח לפני מס וריבית
2,093	2,270	פחת
<b>3,484</b>	<b>4,095</b>	<b>EBITDA</b>
11,650	16,315	שווי מניות
6,028	5,263	שווי חוב נטו
<b>17,678</b>	<b>21,578</b>	<b>EV</b>
<b>5.1</b>	<b>5.3</b>	<b>מכפיל EBITDA</b>
0.62	0.75	רווח נקי
20	22	מכפיל רווח נקי

## הסביבה המדווחת החדשה

■ B מתקבל מתוך ההון העצמי במאזן אחרי התאמת ההתחייבויות

■ E בעיה לאור מגבלות מדידת הרווח ב IFRS  
תחליפים NOI, FFO

**תודה על ההקשבה.**