



אתגרי שווי הוגן במשבר הקורונה

רו"ח רומן פלק

דירקטור בכיר

פאהן קנה יועצים בע"מ Grant Thornton Israel

8 דצמבר 2020

מה אנחנו קונים?

- נכסים מוחשיים
- נכסים בלתי מוחשיים
- מוניטין

עסקאות רכישה מקבלות ביטוי בשווי ההוגן במועד ביצוע העסקה (עלות צירוף העסקים - PPA).

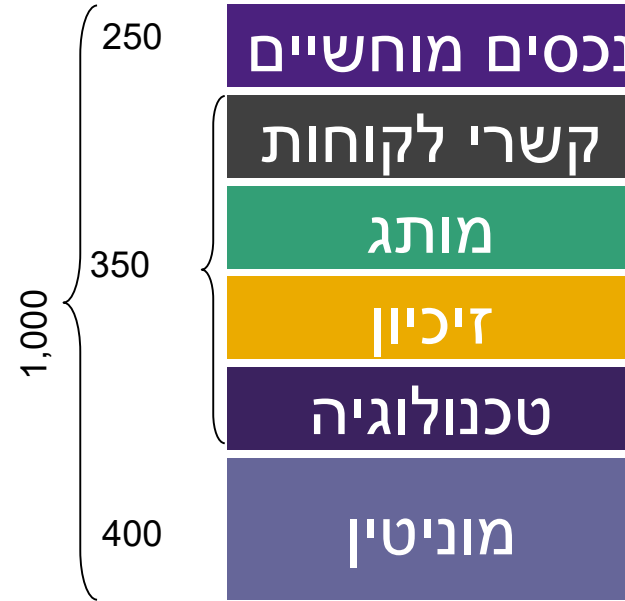


כעבור שנה..

כעבור שנה



במועד הרכישה



בדיקת ירידת ערך נכסים (לרבות מוניטין)

- כיוון שהמוניטין אינם ניתנים למדידה בנפרד מפעילות החברה, השיטה המקובלת לבחינת אפשרות לירידת ערך היא:
 - **מדידת השווי** (סכום בר ההשבה) של כל **היחידה המניבה מזומנים** אליה יוחסו המוניטין והנכסים הבלתי מוחשיים שנרכשו; ו-
 - **השוואת השווי לערך הפנקסני** של הנכסים וההתחייבויות (לרבות המוניטין ונכסים בלתי מוחשיים שנרכשו) המתייחסים לאותה יחידה.

סכום בר השבה לעומת הערך בספרים

סכום בר השבה < ערך בספרים \Leftarrow אין ירידת ערך



1,000

1,100

סכום בר השבה > ערך בספרים \Leftarrow יש ירידת ערך

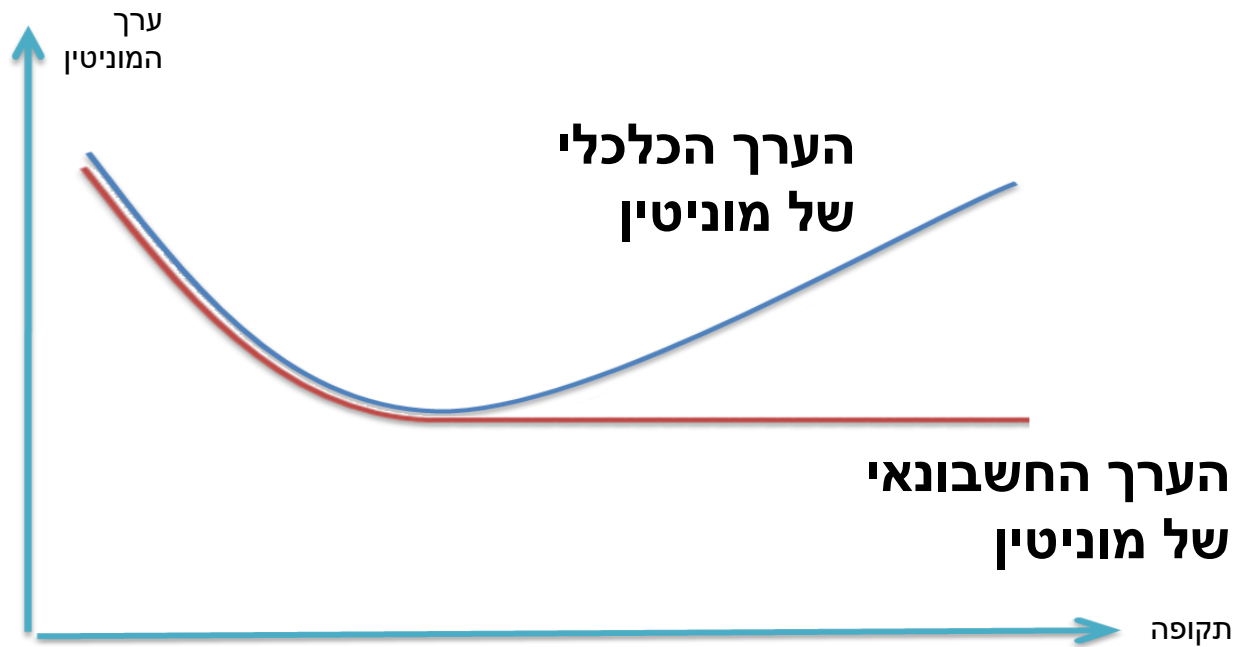


1,000

900

(שווי השימוש, השווי ההוגן בניכוי עלויות מכירה) = Max סכום בר השבה

מוניטין שהופחת לא ניתן לשיקום

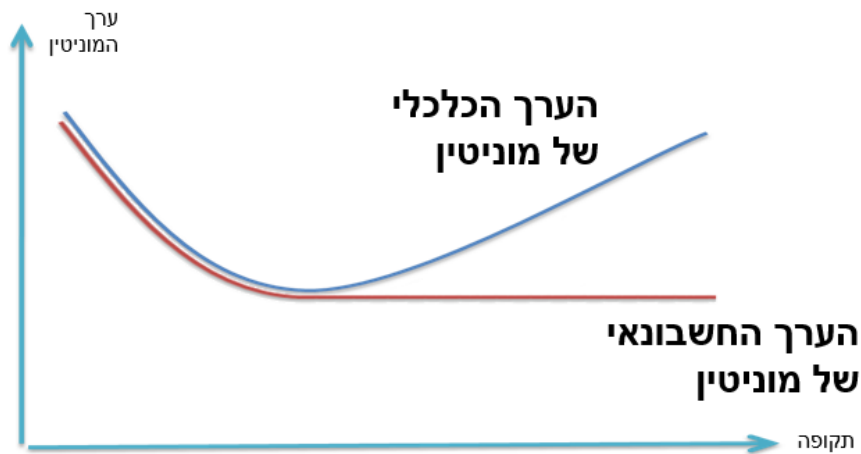


דגשים בהערכות שווי במשבר הקורונה



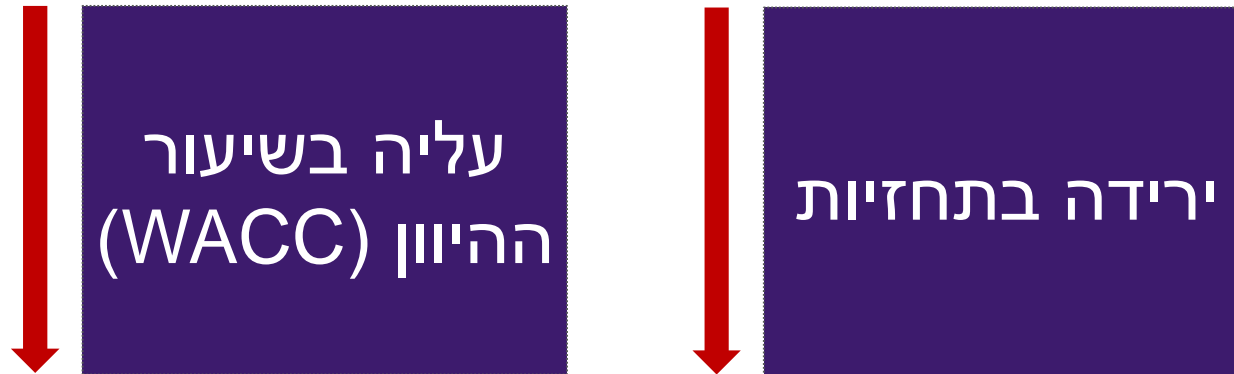
האם הקורונה היא אינדיקטור לירידת ערך במועד הדיווח?

- למועדים שעד סוף שנת 2019 התשובה הינה שלילית (דרישת גילוי בלבד).
- מתאריכי הדיווח של 31 במרץ 2020 ואילך, יש לשקול בבירור אם נגיף הקורונה מהווה סממן לירידת ערך.



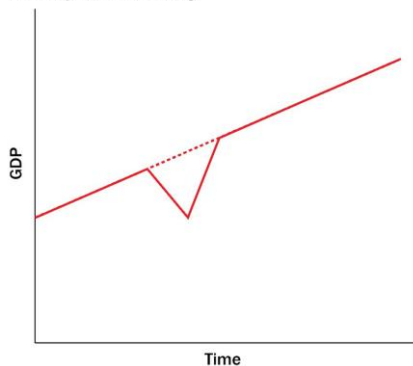
קשיים בהצדקת המוניטין ב- Covid-19

- בתקופות המשבר בשווקים הערכות השוק השוטפות עשויות ללמוד על ירידה בתחזיות הפעילות ו/או עלייה בשיעורי ההיוון (WACC).

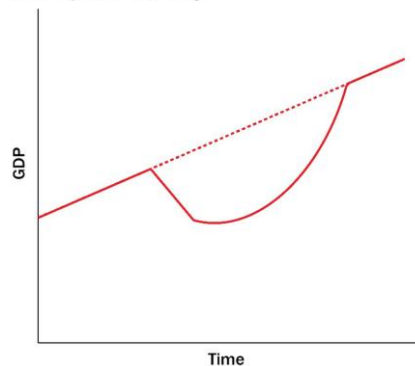


השפעות על תחזית תזרימי המזומנים

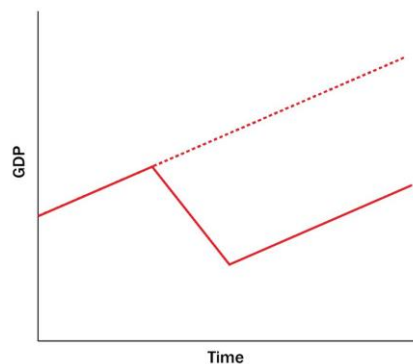
V-Shaped Recovery



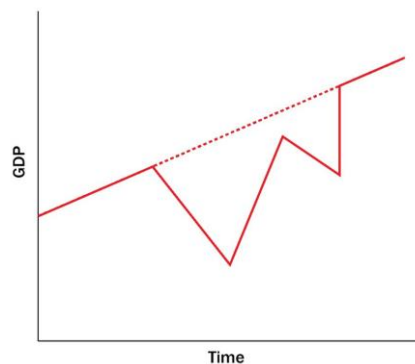
U-Shaped Recovery



L-Shaped Recovery



W-Shaped Recovery



- קושי בבניית תחזית תחת מעטה הערפל המכסה את הכלכלה העולמית בכלל הענפים והתעשיות.
- במקום לתכנן תחזית תוחלתית אחת, ניתן לכאורה לבחון מספר תרחישים, אשר מביאים בחשבון את חומרת ההשפעות של נגיף הקורונה.

דגשים ביישום שיטת ה- DCF בראי נגיף הקורונה

- **הון חוזר – האם יתרות עדכניות של לקוחות, ספקים והמלאי הינן מייצגות?**
- **השקעות ברכוש קבוע – צמצום השקעות בטווח הקצר מחד, צורך בהשקעות נוספות לחזרה לשגרה מאידך.**
- **שינוי פעילות – אמור לקבל ביטוי בתחזית תזרימי המזומנים.**
- **מענקי קורונה**
- **הוצאות חד פעמיות**
- **בניית תחזית חודשית/רבעונית לשנה הקרובה**
- **שיעור ההיוון**

השפעות על שיעור ההיוון (WACC)

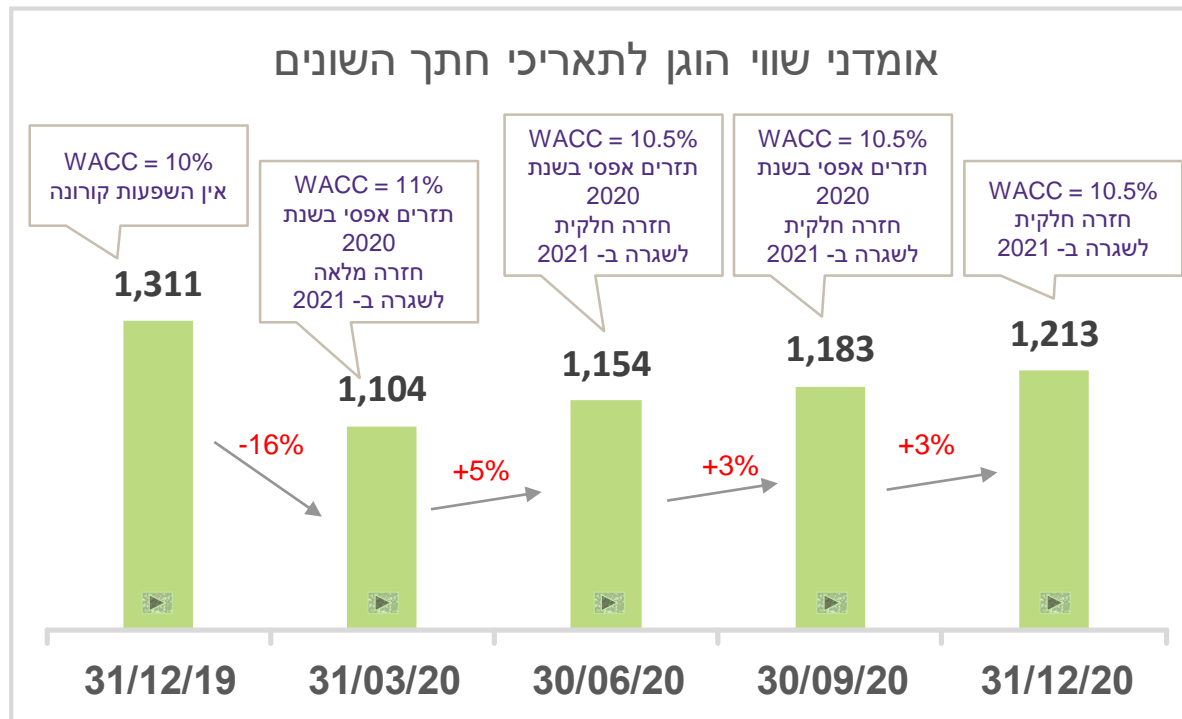
| הערות | 30.9.20 | 30.6.20 | 31.3.20 | 31.12.19 | תשואה על ההון (Re) |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------------------|
| תשואה נמינלית על אג"ח ממשלת ישראל ל- 10 שנים, שערי ריבית | 0.77% | 0.70% | 1.22% | 0.98% | ריבית חסרת סיכון - Rf |
| פרמית סיכון השוק של ישראל לפי דמוז'ון | 6.26% | 6.26% | 7.30% | 5.89% | פרמיית סיכון של השוק - Rm-Rf |
| עפ"י חברות דזמות, בלומברג | 1.00 | 1.00 | 0.90 | 0.90 | מקדם הסיכון השיטתי - Beta |
| Duff & Phelps | 5.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% | פרמיית סיכון נוספת - ARP |
| | 12.0% | 12.0% | 12.8% | 11.3% | שיעור התשואה על ההון - Re |

| הערות | 30.9.20 | 30.6.20 | 31.3.20 | 31.12.19 | תשואה על החוב (Rd) |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------------------|
| | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 5.00% | שיעור התשואה על החוב - Rd |
| שיעור מס סטטוטורי בישראל | 23.0% | 23.0% | 23.0% | 23.0% | שיעור המס |
| | 4.6% | 4.6% | 4.6% | 3.9% | שיעור תשואה על החוב בניכוי מס |

| הערות | 30.9.20 | 30.6.20 | 31.3.20 | 31.12.19 | שיעור ההיוון (WACC) |
|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------------------|
| | 12.0% | 12.0% | 12.8% | 11.3% | תשואה על ההון - Re |
| | 80% | 80% | 80% | 80% | משקל ההון - E/E+D |
| | 4.6% | 4.6% | 4.6% | 3.9% | תשואה על החוב - Rd ללא מס |
| | 20% | 20% | 20% | 20% | משקל החוב - D/E+D (שיעור המינוף) |
| | 10.5% | 10.5% | 11.0% | 10.0% | WACC (מעוגל) |

- עלייה של כ- 1% בשיעור ההיוון ב- 31/3/2020 לעומת 31/12/2019
- עלייה של כ- 0.5% ב- 30/6/2020 ו- 30/9/2020 לעומת 31/12/2019.

הדגמה אילוסטרטיבית - שינויים בשווי בשיטת ה- DCF



הנחות נכון ל- 31/12/2019 (לפני משבר הקורונה):
 תזרים מזומנים חופשי של 100 מיליון ש"ח בשנת 2020, צומח בשיעור קבוע של 2% עד אינסוף

דגשים נוספים

אינדיקציה לשווי הוגן על בסיס נתוני בורסה של חברות דומות:

הדגמה אילוסטרטיבית ליישום גישת השוק לבחינת השינויים בשווי נכסי היחידה המניבה
מזומנים במהלך 2020

10 מיליון ש"ח

שווי מוערך של נכסי היחידה לסוף 2019 (טרם משבר הקורונה)

10%

ירידה שחלה במהלך 2020 בשווי הפעילות של חברות סחירות הדומות בפעילותן
לפעילות היחידה המוערכת

9 מיליון ש"ח

אינדיקציה לשווי נכסי היחידה המוערכת נכון ל- 31/12/2020

השפעות על הערך הפנקסני (ערך בספרים) – הגדלת הפרשות לחומ"ס,

שינוי בתנאי אשראי ספקים וכו'.

תודה על ההקשבה!

רו"ח רומן פלק, דירקטור בכיר

050-7158686

Roman.Falk@il.gt.com





שווי בשיטת ה- DCF ליום 31/12/2019

| 2027 | 2026 | 2025 | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | במיליוני ש"ח |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|---------------------------|
| 115 | 113 | 110 | 108 | 106 | 104 | 102 | 100 | תזרים מזומנים חופשי |
| | 6.5 | 5.5 | 4.5 | 3.5 | 2.5 | 1.5 | 0.5 | מס' שנים להיוון |
| | <u>0.54</u> | <u>0.59</u> | <u>0.65</u> | <u>0.72</u> | <u>0.79</u> | <u>0.87</u> | <u>0.95</u> | מקדם היוון |
| 773 | 61 | 65 | 70 | 76 | 82 | 88 | 95 | תזרים מזומנים חופשי מהוון |
| | | | | | | | 1,311 | |

הנחות נכון ל- 31/12/2019:

- תזרים מזומנים חופשי של 100 מיליון ש"ח בשנת 2020
- שיעור צמיחה שנתי של 2%
- שיעור ההיוון (WACC) הינו 10%



שווי בשיטת ה- DCF ליום 31/3/2020

| 2027 | 2026 | 2025 | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | Q2-4/20 | במיליוני ש"ח |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------|
| 115 | 113 | 110 | 108 | 106 | 104 | 102 | 0 | תזרים מזומנים חופשי |
| | 6.25 | 5.25 | 4.25 | 3.25 | 2.25 | 1.25 | 0.375 | מס' שנים להיוון |
| | <u>0.52</u> | <u>0.58</u> | <u>0.64</u> | <u>0.71</u> | <u>0.79</u> | <u>0.88</u> | <u>0.96</u> | מקדם היוון |
| 665 | 59 | 64 | 69 | 76 | 82 | 90 | 0 | תזרים מזומנים חופשי מהוון |
| | | | | | | | | 1,104 |

הנחות נכון ל- 31/3/2020:

- תזרים מזומנים חופשי של 0 מיליון ש"ח בשנת 2020
- משנת 2021 חזרה לשגרה
- שיעור צמיחה שנתי של 2%
- שיעור ההיוון (WACC) הינו 11%



שווי בשיטת ה- DCF ליום 30/6/2020

| 2027 | 2026 | 2025 | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | H2/20 | במיליוני ש"ח |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------|
| 115 | 113 | 110 | 108 | 106 | 104 | 51 | 0 | תזרים מזומנים חופשי |
| | 6 | 5 | 4 | 3 | 2 | 1 | 0.25 | מס' שנים להיוון |
| | <u>0.55</u> | <u>0.61</u> | <u>0.67</u> | <u>0.74</u> | <u>0.82</u> | <u>0.90</u> | <u>0.98</u> | מקדם היוון |
| 742 | 62 | 67 | 73 | 79 | 85 | 46 | 0 | תזרים מזומנים חופשי מהוון |
| | | | | | | | | 1,154 |

הנחות נכון ל- 30/6/2020:

- תזרים מזומנים חופשי של 0 מיליון ש"ח בשנת 2020
- משנת 2021 חזרה חלקית לשגרה
- שיעור צמיחה שנתי של 2%
- שיעור ההיוון (WACC) הינו 10.5%



שווי בשיטת ה- DCF ליום 30/9/2020

| 2027 | 2026 | 2025 | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | Q4/20 | במיליוני ש"ח |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------|
| 115 | 113 | 110 | 108 | 106 | 104 | 51 | 0 | תזרים מזומנים חופשי |
| | 5.75 | 4.75 | 3.75 | 2.75 | 1.75 | 0.75 | 0.125 | מס' שנים להיוון |
| | <u>0.56</u> | <u>0.62</u> | <u>0.69</u> | <u>0.76</u> | <u>0.84</u> | <u>0.93</u> | <u>0.99</u> | מקדם היוון |
| 761 | 63 | 69 | 74 | 81 | 87 | 47 | 0 | תזרים מזומנים חופשי מהוון |
| | | | | | | | | 1,183 |

הנחות נכון ל- 30/9/2020:

- תזרים מזומנים חופשי של 0 מיליון ש"ח בשנת 2020
- משנת 2021 חזרה חלקית לשגרה
- שיעור צמיחה שנתי של 2%
- שיעור ההיוון (WACC) הינו 10.5%



שווי בשיטת ה- DCF ליום 31/12/2020

| 2027 | 2026 | 2025 | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 | במיליוני ש"ח |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------------------|
| 115 | 113 | 110 | 108 | 106 | 104 | 51 | תזרים מזומנים חופשי |
| | 5.5 | 4.5 | 3.5 | 2.5 | 1.5 | 0.5 | מס' שנים להיוון |
| | <u>0.58</u> | <u>0.64</u> | <u>0.71</u> | <u>0.78</u> | <u>0.86</u> | <u>0.95</u> | מקדם היוון |
| 780 | 65 | 70 | 76 | 83 | 90 | 49 | תזרים מזומנים חופשי מהוון |
| | | | | | | | 1,213 |

הנחות נכון ל- 31/12/2020:

- תזרים מזומנים חופשי של 0 מיליון ש"ח בשנת 2020
- משנת 2021 חזרה חלקית לשגרה
- שיעור צמיחה שנתי של 2%
- שיעור ההיוון (WACC) הינו 10.5%

מכפיל ההון העצמי (Price/Book Ratio)

- מכפיל הון הוא יחס פיננסי שעוזר למשקיעים לבצע **ניתוח מהיר לחברות בבורסה** מתוך מטרה לנסות ולזהות מניות שיכולות להיות אטרקטיביות לרכישה ומאידך לראות אם ישנן מניות שכבר כדאי למכור.
- לצורך איתור מניות פוטנציאליות מבצעים מיון של **חברות נדל"ן או בנקים** בכדי לאתר מי הן המניות ששווה להמשיך ולבצע לגביהן בדיקות נוספות.

$$\frac{\text{שווי חברה}}{\text{הון עצמי (ללא זשמ"ש)}} = \text{מכפיל הון עצמי}$$

מכפילי הון של חברות נדל"ן בישראל בעת הקורונה

מכפיל ההון (יחס שווי שוק להון עצמי) של חברות הנדל"ן קטן לעומת תחילת השנה, זאת כתוצאה מקיטון בשווי השוק

| מכפיל הון ליום 19.11.20 | מכפיל הון ליום 30.9.20 | מכפיל הון ליום 30.06.20 | מכפיל הון ליום 31.03.20 | מכפיל הון ליום 31.12.19 | % שינוי בשווי שוק | הון עצמי במיליוני ש"ח ליום 30.9.20 | שווי שוק במיליוני ש"ח ליום 30.09.20 | הון עצמי במיליוני ש"ח ליום 31.12.19 | שווי שוק במיליוני ש"ח ליום 31.12.19 | חברה |
|-------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------|------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|---------------|
| 1.28 | 1.03 | 1.06 | 1.37 | 1.65 | -39% | 18,015 | 18,555 | 18,558 | 30,621 | עזריאלי קבוצה |
| 0.99 | 0.73 | 0.86 | 0.89 | 1.40 | -50% | 7,181 | 5,242 | 7,471 | 10,460 | מליסרון |
| 1.22 | 1.01 | 1.01 | 1.34 | 1.56 | -37% | 5,923 | 5,982 | 6,122 | 9,551 | אמות |
| 1.10 | 0.91 | 0.92 | 1.10 | 1.49 | -38% | 6,399 | 5,823 | 6,330 | 9,432 | אלוני חץ |
| 0.74 | 0.61 | 0.64 | 0.90 | 1.12 | -48% | 7,303 | 4,455 | 7,610 | 8,523 | איירפורט סיטי |
| 1.09 | 0.88 | 0.86 | 1.10 | 1.38 | -32% | 5,899 | 5,191 | 5,555 | 7,666 | מבנה |
| 0.48 | 0.38 | 0.45 | 0.78 | 0.86 | -70% | 5,518 | 2,097 | 8,198 | 7,050 | גזית גלוב |
| 2.11 | 1.60 | 1.46 | 1.72 | 2.09 | -25% | 2,645 | 4,232 | 2,713 | 5,671 | גב ים |
| 1.22 | 0.97 | 0.91 | 0.98 | 1.22 | -24% | 3,885 | 3,768 | 4,061 | 4,955 | ביג |
| 0.85 | 0.74 | 0.71 | 0.80 | 1.19 | -37% | 4,049 | 2,996 | 4,024 | 4,789 | אפי נכסים |
| 2.09 | 1.47 | 1.33 | 1.39 | 1.86 | -22% | 2,280 | 3,352 | 2,296 | 4,271 | אשטרום |
| 1.11 | 0.91 | 0.81 | 1.11 | 1.31 | -33% | 3,012 | 2,741 | 3,136 | 4,108 | ישרס |
| 0.60 | 0.54 | 0.45 | 0.52 | 0.79 | -38% | 4,254 | 2,297 | 4,694 | 3,708 | אלרוב נדל"ן |
| 1.06 | 0.85 | 0.85 | 1.16 | 1.39 | -39% | 2,645 | 2,248 | 2,647 | 3,680 | ריט 1 |
| 0.84 | 0.66 | 0.71 | 0.70 | 1.08 | -29% | 3,314 | 2,187 | 2,847 | 3,075 | סאמיט |
| 1.12 | 0.89 | 0.87 | 1.06 | 1.36 | -38% | | | | | ממוצע |



הקצאת עלות צירוף העסקים - PPA

