

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

## סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 8 בנובמבר 2018

**נושא המפגש:** הערכות שווי על רקע מהפכת החכירות - האם קיימת טעות מתודולוגית בהבחנה בין הוצאה תפעולית לבין הוצאה פיננסית?

**חומר רקע למפגש:** חומר רקע לדיון.

**אורחים שנכחו בדיון:** עופר בהרל (רמי לוי), אורן הר נבו (אל על), ענת פבריקנט (פתאל), צחי זנזורי (מגדל), ערן אמודאי (אפסילון), נועה שרמן (מור בית השקעות), יוסי עזר (בנק לאומי), שלומי ברטוב (פאהן קנה), עמרי ביתן (Deloitte), אופק קלדרון (C VALUE), אסף אדלר (EY), איתי אלטר (EY), יותם ברקאי (PWC), סתיו אלרון (KPMG), אופיר לנדאו (חיסונים פיננסיים), רזי אברהם (חיסונים פיננסיים).

**נוכחים:** אמיר ברנע, שלומי שוב, סיגל יששכר (מידרוג), דני ויטאן (KPMG), עמנואל אבנר, אודי גרינברג (BDO), שגיב מזרחי (BDO), שלומי וינר, אבי לוי (מליסרון), דגנית דניאל, לילי אילון, שירה אחיעז (איי.בי.איי), נדב עובד, אהוד עובד, יבגני אוסטרובסקי (רשות ני"ע), איתמר שולשטיין (הבנק הבינלאומי), שלומי סופר (הבנק הבינלאומי), אלון גלזר (לידר שוקי הון), ערן יעקובי, מיכה ארד (Deloitte), נדב שטיינבדג (בנק ישראל), גולן זריהן (IDC), אולגה אלקסייב (EY), יזהר קנה (פאהן קנה), צור פנינגשטיין (PWC), חסן טאופרה (רשות החברות הממשלתיות), יניב פגוט, משה אטיאס (מטריקס), טל מופקדי, גל עמית (עמית חלפון), רויטל רו (רשות המיסים), שמוליק וינשטיין (רשות המיסים), אביטל (רשות המיסים), שי קומפל (מנורה), קים שהם ניר (הכשרת הישוב).

**צוות מקצועי:** עדי פליישר, נגה לקריץ וגל אקריש.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

בוקר טוב לכולם, אנחנו פותחים היום את השנה האקדמית השמינית של פורום שווי הוגן. הבוקר אנו דנים בהשלכות הפוטנציאליות של תקן חכירות החדש IFRS 16 על הערכות שווי ותמחור מניות. בשנה שעברה קיימנו דיון שעסק בתקן עצמו, דיון לא פשוט ואפילו סוער שכלל לא מעט התנגדויות.

בדוחות לרבעון השני ניתן גילוי כמותי להשפעות הצפויות הנובעות מיישום לראשונה של IFRS 16 בדבר "חכירות" וכן קיימות מספר חברות שבחרו לבצע יישום מוקדם של התקן כמו בזק ובז"ן. ההשפעה הדרמטית העיקרית של כניסת התקן תבוא לידי ביטוי בדוחות הכספיים של החברות שיפורסמו בתחילת 2019.

בקיץ האחרון אמיר ברנע ואני עסקנו בניסיון להבין את ההשלכות של התקן על הערכות שווי ועל ה-EBITDA שמקבל זווית חדשה בעקבות יישום התקן ומעלה תהיות רבות. בעיקרון, הערכת שווי כלכלית תלויה או מושפעת מפרוצדורת הדיווח, אולם השינוי במקרה זה הוא כל כך עוצמתי כך שהוא משנה דרמטית את דוח תזרים אצל חלק לא מבוטל מהחברות. שינוי עוצמתי זה ישפיע בעיקר בענפים של הקמעונאות על מגזריה השונים: מזון, אופנה, דלק וענפי התעופה והתחבורה.

במסגרת חומר הרקע צירפנו את טיוטת המאמר שלנו. אני חייב להגיד שבכתיבה היו לא מעט תהפוכות, עד כדי כך שבשלב מסוים נבהלנו מעצמו. חשוב לנו לשמוע את דעתכם ועמדתכם בנושא.

השינוי שמביא התקן החדש הוא דרמטי ובמיוחד בשינויים מסוג זה אין שלמות ולתקן הזה יש "בטן רכה". כך למשל, סכומים משתנים אינם נכנסים לתוך המדידה של התקן לכאורה יכולים להיות תכנונים חשבונאיים בהם הצדדים יגיעו להסדרים שבהם דמי השכירות הם כאחוז מתוך המחזור או לבנות מדרגה על מחזור מינימאלי שהיא בתוך הכסף וצפוי שתתקיים, כך שרק אם היא מתקיימת דמי השכירות משולמים. בעסקאות תיאורטיות אלו החוכר ידרש לשלם פרמיה עבור המרכיב הקטן של הסיכון. עולה השאלה עד כמה באמת החוכרים במצבם היום מסוגלים לשלם פרמיה שכזאת. בכל מקרה צריך לשים לב ששיקולים חשבונאיים עשויים להיכנס לתוך הסדרי החכירה או החידושים שלה.

קושי נוסף ביישום התקן הוא בנושא שיעור ההיוון. אנחנו רואים בדיווחים שהחברות הלכו על שיעור הריבית התוספתי של החוכר שהוא לא מייצג את הסיכון הספציפי של הנכס ויכול להוביל למצבים אבסורדים. כך לדוגמה, שימוש בשיעור היוון נמוך משיעור ההיוון של הנכס מביא להצגה של נכסים

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מעבר לשווים ההוגן. כשהתקן מדבר על שיעור ההיוון דווקא ההעדפה שלו היא כמובן שיעור ההיוון שגלום בחכירה, שיעור זה איננו מצוטט ולחוכר אין תמיד את המידע המלא לאמוד אותו. למעשה התקן כברירת אילוץ יישומי מאפשר את השימוש בריבית התוספתית. מה שאנחנו רואים זה שבעולם וגם בישראל השימוש בריבית התוספתית נפוץ. מדובר בחיבור מאוד נוח, למשרדי רואה חשבון קל יותר לבסס נתון זה וגם לחברות זה משרת אינטרס של המנהלים בחשיבה לטווח קצר ולא ארוך. בשיעור היוון נמוך אתה דווקא מגדיל את המינוף אבל יש כאן Trade Off, מצד אחד אתה מגדיל את המינוף אבל מצד שני בדוח רווח והפסד אתה מקטין את הפגיעה בעודפים. בראיה של טווח קצר פעמים רבות מנהלים מסתכלים על הרווח והעודפים כי כרגע בהסכמי הלוואות הם מנטרלים ב-covenants את השינויים החשבונאיים ולכן הם פחות מוטרדים מהכיוון של המינוף המאזני.

חשוב לי לקיים את הדיון היום תוך בחינת המצב כמה שנים קדימה, כאשר כבר לא נחשב על מה שהיה, מה גם שלא בטוח בכלל שניתן יהיה לתקן אחורה. המתודולוגיה בעולם של חברות הדירוג, גם בלי קשר לתקן התייחסו לנושא החכירה. כך לדוגמה ראינו שב-S&P לקחו שיעור היוון שרירותי של 7% ולא התעלמו ממנה. זה סביר להניח שאם המהות נמצאת כאן שבסוף הדברים יתכנסו. החשיבה של שיעור ההיוון היא חשיבה לטווח קצר, צריך לזכור שהכול זה shifting, כל מה שנהנית ממנו עכשיו יבוא לידי ביטוי בהמשך. למרות שיש בתקן עצמו הרבה דברים בעיתיים שבאין לידי ביטוי גם יישום, הייתי שמח אם ככל הניתן שננטרל אותם לצורך הדיון היום. יושבים כאן אנשים משוק ההון מהרגולציה, מעריכי שווי, אנחנו צריכים את כל הצדדים המעורבים כדי שיהיה לנו דיון אמיתי בדילמה וטוב לנטרל את רעשי הרקע.

אמיר תמיד מעלה בפני את הסוגיה בנוגע להסכמי חכירה הכוללים שירותים, התקן דורש לבצע הפרדה ולגלם בהתחייבות רק את הסכומים עבור החכירה. יחד עם זאת, כאשר אין יכולת להפריד את מרכיב השירות התקן מאפשר לכלול את מלוא הסכום. סביר להניח שבפרקטיקה מטעמי פשטות ייקחו גם את מרכיב השירות, מה גם שהדבר עומד באינטרס לטווח הקצר של הגדלת ה-EBITDA. אבל גם זה מבחינתי זה רעש רקע לצורך הדיון.

אני חושב שעם כל הצרות וכל הבעיות המהות של התקן נכונה וזה העיקר. נכון קיימת ביקורת, אבל כבר עצם העובדה שחברות הדירוג לקחו את זה בחשבון בעבר רק מעיד עד כמה זה נכון.

כמו שאמרנו, דוח תזרים הולך להשתנות מקצה לקצה, כי למעשה הוצאות החכירה הולכת לצאת מהתזרים התפעולי ובמקום מרכיב הקרן ייכלל מעתה במסגרת פעילות מימון, בעוד תשלומי המזומנים בגין מרכיב הריבית ייכלל בפעילות השוטפת או בפעילות המימון, תוך תלות במדיניות

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

החשבונאית של החברה בהתאם ל- IAS 7. ה- EBITDA הולכת להשתנות בצורה קיצונית, בטיטת המאמר ניתן לראות את הנתונים על הקפיצה החדה. כלומר ברור שמה שהיה כבר לא יהיה, אנחנו צריכים לחשוב אילו התאמות צריך לעשות. אולי יחסים שקידשנו בעבר יותר מדי צריכים להישקל מחדש לגבי החשיבות שלהם.

תוסיפו לכל זה את זה שהשוק האמריקאי אמנם מבצע את השינוי במאזן אך בדוח רווח והפסד ודוח תזרים השאירו את הדברים כפי שהיו. זה כמו פיצול אישיות, לצורך המאזן ליישם מודל על חכירה מימונית ולצורך דוח רווח והפסד ודוח תזרים ליישם מודל של חכירה תפעולית, זה ברור לכם שדוח אחד לא ידבר עם השני אבל זה מתאים מאוד לאמריקאים לקבוע כללים טכניים ומסובכים. כפועל יוצא, לא תהיה אפשרות להשוות מכפילים של חברות המיישמות USGAPP לחברות המיישמות IFRS, מדובר במגבלה משמעותית ובשורה לא טובה לשוקי ההון.

עוד מעט אמיר באמת יציג את הנושא של הערכות השווי ההשפעה אבל אתם תראו שבאמת השאלה המרכזית היא כיצד צריך להתייחס לתשלומי החכירה האם כהוצאה תפעולית או כהוצאה פיננסית.

בדרך כלל שיעור ההיוון של ההוצאה הפיננסית נמוך משיעור ההיוון של הוצאה תפעולית, ה- WACC. התוצאה אליה הגענו היא ככל שהפער בין השניים גדול יותר הפגיעה בשווי גדלה, אלא אם מדובר במקרה קיצוני של חברת סטארט אפ שם זה אולי מתהפך. אבל בדרך כלל בחברות שאנחנו מדברים עליהם שאלה החברות המובילות בשוק ההון זה המצב, כאן באמת תעלנה השאלות עד כמה צריך לעשות דיפרנציאציה בין חברות.

יכול להיות שבאל על זה יותר הוצאות פיננסיות כי בסופו של דבר רמת הגמישות עם המטוס היא מאוד נמוכה ולכן זה מאוד דומה לחכירה מימונית. אבל מצד שני אני מניח שאבי לוי, מנכ"ל מליסרון, יגיד לנו שבחברות שהן קמעונאיות אז למעשה ההוצאה יותר תפעולית כי למעשה קיימת להן יותר גמישות. לצורך העניין אם קסטרו אומרת לאבי שהיא רוצה להקטין כמות החנויות למרות שהיא נמצאת תחת חוזה יכול להיות שמערכת היחסים ביניהם היא כזאת שיש לה מידה רבה של גמישות מבחינת החוזים.

לכל אלה שמתרפקים על העבר לא בטוח שיהיה אפשר לחזור אחורה כפי שהרבה אנשים משוק ההון או מעריכי שווי אומרים לי. התקן לא דורש לתת נתון שנקרא הוצאות שכירות, אבל יכול להיות שלאחר יישום התקן לחברות יהיה אינטרס לתת נתון זה לשוק ההון מחוץ לדוחות הכספיים. לא נראה לי שרשות ניירות ערך לא תמנע מחברה שתוצאה לדווח על הוצאות השכירות.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יכול להיות שחברות קמעונאיות יתנו את המידע על ההוצאות השכירות כיוון שיש להם אינטרס שהשוק יבצע את ההתאמות וייקח את זה כהוצאה תפעולית.

כאשר מדובר בהוצאה פיננסית חייבים למעשה להביא בחשבון שני פרמטרים, שיעור ההיוון ותקופת החכירה שהובאה בחשבון. אין זה הגיוני לקחת בחשבון רק את התקופה שנתרה לחוזה תחשבו לצורך העניין על חברה שנשארה לה תקופה של שנתיים לסיום החכירה. הרי את התזרים מפעילות שוטפת או את ה-EBITDA יש להגדיל למעשה בגובה כל הוצאות החכירה לאינסוף, כלומר יש לבצע תקנון של תקופת החכירה. עברתי על דרישות הגילוי של IFRS16 ולא ראיתי שדורשים ברחל ביתך הקטנה, בדרישות הגילוי של התקן לתת גילוי לשני הפרמטרים האלו ואני חושב שהם חובה.

### גל עמית

אני לא מבין את זה, אנחנו חושפים גם ככה המון מידע ומגלים ומגלים, אז אתה רוצה עוד נוספים?

### שלומי שוב

זה לא עוד מדובר בגילוי הכי קריטי שיכול להיות שבעיני הוא הכרחי. מהמגמה של הגילויים שאנחנו רואים הכיוון הוא כן לתת מידע. ההסתכלות שלי על החשבונאות, אני חושב שחלק גדול מכם מכיר אותה, אני חושב שהקידוש הזה של המילה היא לא נכונה. כשאני מלמד את הסטודנטים, ויושבים פה לא מעט סטודנטים, אם אתה מלמד בצורה של "לפי סעיף...", אתה עושה לא מעט עוול וגורם לו למעשה להיות טכנוקרטי. לכן אני קורא מכאן לראשי המחלקות המקצועיות של הרשות לניירות ערך ולשוק ההון, לדרוש מידע על שיעור ההיוון ותקופת החכירה.

### אמיר ברנע

שלום לכולם, מספר הערות שקשורות לממשק הקיים בין התקן לבין הערכות שווי. אשמח לשמוע את עמדתכם לא מאספקט חשבונאי, אלא מנקודת מבטו של מעריך שווי שהדוח הכספי שכולל את השפעות התקן מהווה בסיס להערכת השווי, ללא אפשרות רברסיבילית לחזור למתכונת הקודמת.

1. DCF - ברור שהתקן משפיע על הערכת שווי הון עצמי – כאשר התזרים התפעולי שגדל מהוון ב WACC ומצד שני שווי החוב גדל עקב היוון דמי החכירה על פי מחיר החוב הנמוך יותר. מכאן

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שבשביל לקבל את אותו שווי להון העצמי צריך להפחית את ה-WACC (מחיר ההון). ה-WACC משתנה גם בשל העובדה שמדובר בממוצע משוקלל, כי החוב בתוך המשוואה משתנה. גם מהאספקט התיאורטי כלכלי הסיכון של התזרים בלי דמי החכירה קטן כי אתה מוריד מרכיב קבוע מההוצאה והמרכיב שנשאר יותר גמיש. ולכן אני אומר שלא אותו ה-WACC שהשתמשנו בו קודם הוא זה שנשתמש בו אחר כך במסגרת ה-DCF.

2. מכפיל EBITDA ומכפיל חוב - השווי המתקבל באמצעות שיטת ה-DCF מתוקף על ידי מעריכי השווי באמצעות שימוש במכפילים של חברות השוואה ענפיות מהארץ ומחול. התקן קובע באופן גורף כי הסכמי חכירה הם הסכמים פיננסיים, קרי יש להסית את ההוצאה התפעולית שנרשמה בגין דמי החכירה לצורך הגדלת החוב בגובה מכפיל החוב. בכדי לנטרל את הרגישות להסכמי חכירה קצרים, הסכמים שאני יודע שיתחדשו בעתיד, יש לבצע תקנון של תקופת החוב. הדבר רלוונטי גם בהקשר לתקופת המעבר בה אנו נמצאים, בדוחות הכספיים בשנת 2019 לא נראה הסכמים לטווח האמיתי הנורמטיבי, אלא הסכמים לתקופה נותרת קצרה שאינם משקפים את המצב האמיתי.

השפעת התקן היא גידול ב- EBITDA בגובה דמי חכירה היוצר גידול מקביל בשווי החברה (EV) בגובה השינוי ב- EBITDA כשהוא מוכפל ב"מכפיל EBITDA יציג". מנגד החוב הפיננסי גדל בגובה מכפיל החוב או לפי ריבית החוב שהיא יותר נמוכה. ההשפעה על השווי היא שלילית, החוב גדל יותר מהגידול בשווי החברה (EV). מעריכי השווי צריכים להיות מודאגים שמכפיל ה- EBITDA בו השתמשו בעבר הוא לא המכפיל בו ישתמשו בעתיד, אבל שנוי זה לא צריך להפתיע. גם לפני כניסת התקן סיטואציה בה שימוש באותו מכפיל EBITDA לצורך השוואה בין חברה שרכשה נכס באשראי לחברה שחכרה את הנכס, היה מביא לתוצאה שונה בשווי ההון העצמי, למרות שהן יכולות להיות זהות לחלוטין. כלומר נדרש מכפיל EBITDA דיפרנציאלי בין שתי חברות.

האם דמי החכירה הם הוצאה פיננסית או תפעולית?

כל מעריך שווי יצטרך להתייחס להסדר החכירה הספציפי בחברה ספציפית ולבחון האם יש לו אפיונים כלכליים של הוצאה תפעולית או הוצאה פיננסית. אפיונים אלה הם:

א. תקופת העסקה, ככל שהתקופה קצרה יותר מדובר בהוצאה תפעולית.

ב. האם דמי החכירה משתנים על פי מצב המשק, לדוגמה האם חלק גדול מסיכון הנכס חל על המחיר ולא העל החוכר? תלוי בהסדר ביניהם.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

ג. האם קיים שוק משנה לנכס החכור? לדוגמא אם חכרתי נכס ומצבי הכלכלי השתנה האם באפשרותי להחכיר אותו לצד שלישי? האם קיים שוק משני לנכס הספציפי הזה?

ד. מה מידת ההשקעה בשיפורים ובהתאמת הנכס? ככל שקטנה יותר, החכירה היא בעלת אפיון יותר תפעולי ופחות פיננסי. ולהיפך, ככל שההשקעה של החוכר בנכס היא גדולה יותר בשיפורים ובהתאמות עסקת החכירה היא עסקה פיננסית.

להלן כמה דוגמאות להשפעה הפורמלית של התקן על חברות חוכרות. לדוגמא "אל על", "צים" ו"פאתל" הן דוגמאות בולטות להשלכות התקן. את הנתונים ניתן לראות בלוח 3 בטיטת המאמר. בחברה כמו "פאתל" לה יש דמי חכירה בסכום של 750 מיליון שקל בשנה, כפועל יוצא התוספת לחוב היא 15 מיליארד שקל. תחשבו על המשמעות בהקשר של גידול החוב, covenants, יחסי מאזן ועוד. מצב זה משנה באופן מהותי את התשואה בה החברה תסחר.

מעריך שווי צריך לקבוע האם מדובר בחכירה תפעולית או חכירה פיננסית ולכך יש השלכות על תוצאות הערכות השווי. החל מה- 01.01.2019 מעריכי השווי צריכים לבצע הערכה מחדש לגבי אופן ההשוואה, איך להשוות עם המכפילים האמריקאים, הענפיים, איך ליצור האחדה רוחבית כאשר המכפילים משמשים לצורך קביעת איזה מניה היא זולה יחסית יקרה יותר - דברים שמעריכי השווי עושים באופן שגרתי. התקן הוא מהפכני, הוא בעל השלכות משמעותיות יותר מכל תקני ה-IFRS בהיבט הערכות השווי, אולי אפילו יותר מתקן נדל"ן מניב. בשל השינוי המהותי, יש להפעיל חשיבה ביקורתית במטרה לא לבצע טעויות בהערכת השווי שתוצאתם היא הפחתת שווי בחברות בהן אין זה המצב כי אכן מדובר בהוצאה תפעולית ולא הוצאה פיננסית. ומצד שני לא לנפח את השווי בחברות אחרות.

#### שלומי ברטוב

במחשבה מהירה לא נתת לזה התייחסות כשמדובר באחוזים לטווחים קצרים. מצד אחד יש עלייה בתזרים שהיא בהערכות השווי בהנחה שהיא לאינסוף. מצד שני את הנכס אתה מהווך לתקופה של כמה שנים זה לבד מייצר ניפוח של השווי בעוד שאת הנכס בהלוואה בערך נמוך.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אמיר ברנע

מכיוון שאת ה-EBITDA אני מגדיל בכל דמי החכירה ואני מוסיף לשווי את מכפיל ה-EBITDA כפול הסכום הזה, אם ההסכם הזה הוא קצר אני מהווך את דמי החכירה לתקופה קצרה זה נושא התקנון.

אתה צריך לנטרל את ההשפעה הזאת, אם אתה רואה את הוודאות הגבוהה בהמשך היא צריכה להיות מותאמת לחיי הנכס ולא לחוזה הספציפי שאמור להיגמר בעוד שנה שנתיים.

### שלומי ברטוב

כשמבצעים ניתוח פיננסי והערכות שווי של חברות שיש להם סוגים שונים של הסכמי חכירה ורכש בסכומים מהותיים (כדוגמת חברות תעופה) קיימת גישה מקובלת בעולם שנקראת מכפילי "EBITDAR". EBITDAR דומה במהותו ל-EBITDA אבל ה-"R" זה מייצג את ה-RENT. בגישה הזו מחשבים את מכפילי ה-EBITDAR של החברות בענף.

כאשר ביצענו הערכות שווי של חברות תעופה והוספנו את ה-RENT ל-EBITDA. מצד אחד משתמשים במכפיל ה-EBITDAR ומצד שני נותנים ביטוי להתחייבות לתשלום דמי חכירה עתידיים כהתחייבות פיננסית. לצורך היישום, מנתחים חברות תעופה בעולם, ומאתרים מדגם חברות שישמשו להשוואה. מוסיפים את ה-RENT לתזרים התפעולי ומקבלים את ה-EBITDAR. ומצד שני נותנים ביטוי באמצעות הגדלת התחייבות הפיננסית ע"י הוספת די החכירה העתידיים (באמצעות היוונום או ע"י מכפיל). תיקנון זה הינו גם דרך טובה ליצירת בסיס השוואה אחיד בין החברות שיישמו את הוראות IFRS 16 לבין אלו שלא.

### אמיר ברנע

מהו שער ההיוון של ההתחייבות הפיננסית? פחות או יותר מ-WACC? יש לשים לב שלהתחייבויות פיננסיות היברידיות אפשרי שיעור היוון שגבוה מ-WACC (נמוך ממחיר ההון העצמי) כלומר השפעת התקן תורמת להגדלת שווי.



## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי ברטוב

לכן כאשר לוקחים מדגם מייצג של חברות תעופה שאצל חלקן המטוסים בחכירה ואצל אחרות המטוסים בבעלות ומחשבים את היחס EBITDAR/EV אתה משווה "תפוחים לתפוחים".

### אמיר ברנע

קח לדוגמא את צים לה יש הסכמי חכירה כבדים מאוד עם חמש שכבות מול בעלי השליטה ומול גורמים אחרים, איך היית מטפל בזה?

### שלומי ברטוב

בכל החברות מדובר בעבודה יותר מורכבת משימוש במכפיל ה- EBITDA. המורכבות נובעת מהצורך לחשב גם את ה- EBITDAR וגם את החוב הפיננסי המתוקן אך כיום יש מערכות מידע פיננסיות התומכות גם בחלק מהתחשיבים הללו. גם בחברות הספנות לדוגמא אם תתקן את הרווח התפעולי ותחשב את ה- EBITDAR ניתן לגזור את המכפיל EV/EBITDAR מחברות רבות בעולם ובכך נמנע מהרבה מהבעיות שהצגת פה. יש להביא בחשבון גם שהחוב של החברה עולה באופן משמעותי, אבל בשיטה זו ניתן לבצע השוואה בין אותן חברות ולהסתמך על מכפילי EBITDAR שמאפיינים את הענף.

### אמיר ברנע

אתה מסכים במידה ואני מגדיר את דמי החכירה בחברת ספנות כהוצאה תפעולית, כי לדוגמא ניתן להעביר את האוניה לצד שלישי או שהסכם החכירה אינו לתקופה ארוכה ואולי יש סעיפים של מילוט. אם אתה מסכים שההוצאה היא הוצאה תפעולית אז ברור שיעור ההיוון של דמי החכירה הוא ה- WACC ולא מחיר החוב.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

#### שלומי ברטוב

אני מסכים ששיעור ההיוון הוא WACC. אבל כאשר אנו מעוניינים להשוות בין דברים דומים אני רוצה לנטרל את כל הרעשים.

#### אמיר ברנע

אבל הן שונות בתפעול, יש כאלו שחוכרות את האוניות ויש כאלו שהן בעלות האוניות.

#### שלומי ברטוב

כאשר מתקנים את התזרים התפעולי וההתחייבות הפיננסיות של כל חברות ההשוואה מקבלים את מכפיל ה-EBITDAR המתאים לענף. ביצענו זאת עבור מספר ענפים כדוגמת תעופה ומלונאות.

#### אמיר ברנע

מה לגבי חברות קמעונאיות ועל ההשפעה על הדוחות שלהם? לפי הנתונים האלו זה עולם אחר לגמרי, יש למישהו הערות לגבי זה?

#### עופר בהרל

התקן בעצם יוצר לנו ב"רמי לוי" עיוות בדוח הרווח והפסד.

#### אמיר ברנע

רמי לוי חברה שאין לה חוב פיננסי כמעט, ואתה יוצר לה חוב ענק.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### טל מופקדי

לגבי השאלה האם התאמה בגין החכירות היא דבר חדש או לא, התשובה שלילית. בספרות הכלכלית מתוארת ההתאמה הנדרשת בכדי להשוות בין חברות. בספר שלנו בנושא הערכות שווי חברות, כבר בשנת 2013 לקחנו את רמי לוי (שבעיקר חוכר את הנדל"ן) והשווינו אותו לשופרסל (שבעיקר הבעלים של הנדל"ן) והראינו שלא התאמה מדובר בהשוואה בלתי אפשרית ולאחר ההתאמה לחכירות תפעוליות מתקבלת תשואה על ההון בטווחים הניתנים להשוואה. כמובן שלגבי שיעור ההיוון (ה-RD) עדיין אפשר להתווכח על המספר הנכון.

אבל התוצאה העיקרית שקיבלנו הייתה שההשוואה הופכת להיות יותר קרובה ונכונה. בפרט בהשוואה בשיטוח אחרות כגון מכפיל או פרמטר ביצועי לחברות אחרות שהן באותו ענף.

### אמיר ברנע

ומה היו ההשלכות לשווי?

### טל מופקדי

ראוי לציין שגם הייתה התכנסות קרובה מאוד הן לנכסים הפעילים והן למכפילים.

### אמיר ברנע

זאת אומרת ניתן לאמוד את החוב של רמי לוי וניתן לראות שהתוספת לשווי שמקורה ב-EBITDA היא קטנה יותר, תראו את Trade Off הזה.

### סיגל יששכר

באופן כללי חברות הדירוג כפי שציין שלומי תמיד לקחו את הנושא של התחייבויות בגין חכירה לתוך המאזן, בהתחלה עם מכפילים גנריים לכל סוג של ענף ויותר מאוחר התחלנו להוון את התחייבויות תוך הבחנה בין חכירה תפעולית למימונית לפי ענפים. בחברות קמעונאיות בסגנון "רמי לוי" לא היינו

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

עושים את ההיוון של החכירה ואילו בחברות תעשייתיות ובחברות דלקים שהנכס הוא יותר ייעודי לתחום מסוים, שם ללא ספק היה היוון של ההתחייבות.

#### אמיר ברנע

לפי גישתך לחברות בתחום האופנה חברות הדירוג יפחיתו את החוב לצורך הניתוח? פוסט יישום התקן?

#### סיגל יששכר

לאחר יישום התקן ההחלטה היא כן להיצמד לחשבונאות החדשה לצרכי חישוב, היכולת לגזור אחורה מהדוחות הכספיים לא תהיה אפשרית בשלב מסוים. אנליסט שיעבור על הדוחות הכספיים עוד שנתיים שלוש לא יבין מה היה לפני וזה לא יהיה רלוונטי, אותו דבר ניתן להגיד לגבי חברות נדל"ן כיום לפני כניסת התקן בנושא נדל"ן מניב.

#### אמיר ברנע

לפי מה שאת אומרת אותו אנליסט בשנת 2018 מעריך את רמי לוי על בסיס חוב אפס. ולעומת זאת בשנת 2019 יעריך אותו כחברה מאוד ממונפת? אז אתם תשנו לו את הדירוג?

#### סיגל יששכר

הדירוג אינו צפוי להשתנות אלא אם זה ישפיע על הגמישות הפיננסית שלו. הגמישות היא לא בהיבט של היקף החוב, אלא ההסתכלות היא על ההיבט היישומי כלומר הדרך בה יכרות חוזים בעתיד.

חוב פיננסי זה פרמטר אנליטי זה משהו שאנליזה לוקחת בחשבון, הרבה פעמים חברות נופלות לדיפולט לא בגלל חוב פיננסי אלא בגלל חוב לספקים וכדומה. אנחנו מסתכלים על זה בצורה יותר הוליסטית, חוזי חכירה ארוכי טווח הם גורם מכביד לכל חברה, גם על חברה קמעונאית. במובן מסוים אנחנו מסתכלים על זה כסיכון עסקי בהיבט של הרווחיות, המהות בראייתנו לא תשנה ואם צריך להתאים טווח היחסים בשביל לשקף סיכון גבוה או נמוך יותר אנו עשויים לשקול זאת.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### צור פנינגשטיין

התקן עצמו לא מפחיד אותי מהסיבות שנאמרו כאן, לדעתי הוא משקף את המהות הכלכלית בצורה יותר טובה מקודמו. הבעיה היא דווקא ביכולת ההשוואה בין ה- IFRS אל מול ה- USGAPP. נשמת אפה של הערכות השווי היא יכולת ההשוואה, גם במסגרת ה- DCF צריך להשוות את התוצאות, קשה מאוד לבצע תיקון של דוחות אמריקאים לצורך השוואה אל מול חברות המיישמות IFRS.

### שלומי שוב

האמריקאים דילגו מעל הדילמה הזאת. ככל שההסתכלות של התקן היא נכונה בראייתו שמדובר בהוצאה פיננסית הדבר עשוי להצביע על כך שבעבר לא עבדנו נכון. כלומר, ככל שאנחנו הולכים להוצאה פיננסית הערכות שווי בעבר לא היו נכונות.

### שגיב מזרחי

אנחנו ב- BDO עשינו הערכת שווי לחברה שמיישמת IFRS16 ונכנסו בכל סוגיה לעובי הקורה המסקנות העיקריות שלנו הן:

בעקבות יישום התקן מינוף החברה אכן עולה ומקטין את ה- WACC ומתקן את העיוות שנוצר באופן אוטומטי.

ה- CAPEX מקבל נדבך נוסף מעבר לזה שאנחנו רגילים בהקשר של השקעות ברכוש קבוע ופחת. נוצר לנו נכס בלתי מוחשי, זכות שימוש המטופל בדיוק כמו ה- CAPEX. בשנים הראשונות אנחנו יודעים לחזות מה יהיו הסכומים של החוזים והחוזרים הדורשים חידוש, אך בשלב מסוים לא נדע לחזות גורם זה ונניח CAPEX בגובה הפחת. כלומר הפחת זה קצב השימוש בנכס זכות שימוש ובשנה הטרמינאלית אנחנו משקיעים ב- CAPEX בגובה זכות השימוש השנתית. ככל שאנחנו בחברות גדולות לדוגמא קמעונאיות עם מספר רב של חוזי שכירות, המצב פשוט יותר, כי חוק המספרים הגדולים עובד יותר טוב. אין צורך לחזות כל חוזה חכירה בנפרד. בהתייחס לדרישת הגילוי של הוצאות השכירות ששלומי הציע אני חושב שהיא לא הכרחית, מאחר ואפשר להניח הנחות לגבי חידושים בהתאם לקצב הפחת, גבוה מהפחת או נמוך מהפחת, בדיוק כמו שממדלים השקעות ברכוש קבוע בהערכות שווי- הרי גם שם אנחנו לא ממדלים כל נכס ונכס בנפרד.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

יחד עם זאת, כאשר מדובר בחברה בלי הרבה שכירויות אנחנו נתקלים בפינה בעייתית. לדוגמא חברת הייטק שכל מה שיש לה זה קומת משרדים שהיא חוכרת לעשר שנים, במקרה כזה עשר שנים יש לי פטור במודל מחידוש חוזה השכירות שמנגד לחברה תהיה התחייבות בגין חכירה בגין אותן שנים. במקרים כאלו לא תהיה ברירה אלא להעריך את ה- DCF עד למועד חידוש השכירות הקרוב ואז להניח CAPEX בגובה הפחת, אחרת התוצאה שתתקבל מעוותת.

#### אמיר ברנע

אמרת שה- WACC יורד והדבר מקזז את השפעה של הסטת דמי החכירה אבל האם זה המצב בפועל?

#### שגיב מזרחי

בתיאוריה עובד בצורה מושלמת, אך בשל העובדה שכל חברה קובעת ריבית תוספתית בצורה שונה הדבר יוצר עיוותים אדירים.

#### שגיב מזרחי

לוקחים חברות השוואה ובודקים עבור כל אחת מהחברות האם היא מיישמת IFRS או USGAAP. תחת הנחה שכל החברות שנבחרו לא מיישמות IFRS יש להוסיף למינוף שלהן את המינוף התוספתי הנדרש לחברה שלי שמיישמת IFRS כדי להגיע למינוף הנורמטיבי של החברה. במידה וחברות ההשוואה מיישמות IFRS 16 אז לא צריך לעשות תקנון, אין שום התאמה מעבר לזה.

#### יזהר קנה

הרי משמעות התקן הינה כי לקחנו הסכם של חכירה או שכירות והפכנו אותם בחשבונאות לצורך העניין לפעולות קניה, כלומר המידע שהכי חשוב הוא האם מדובר במהות בפועל בקניה. כאשר עושים הסכמים כאלו לטווח ארוך יש תנאים מהותיים חשובים בעיסקה כגון מחיר קנס ביציאה מוקדמת, כמה זמן מראש ומה הוא הקנס. אי אפשר להשוות בין שני גופים שיש להם הסכם לטווח ארוך כך

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

שאצל אחד אין אפשרות ליציאה באמצע החוזה ולאחר יש אפשרות לצאת באמצע בהודעה של חצי שנה מראש או לחלופין כאשר לאחד יש קנס גדול ולאחר קנס קטן.

בענף הרכב יש גם את הנושא של ענף הליסינג של כלי רכב כבדים כמו אוטובוסים ומשאיות, כאשר בחלק מההסכמים הצד לחוזה הוא הממשלה עם זכות/התחייבות להעברה לאחר במקרים מסויימים . כביכול שכרת את האוטובוס לשמונה שנים אבל ההסכם עם המדינה הוא לארבע שנים כלומר אמיתית הסיכון הוא רק לארבע שנים. בהתאם להסכם עם המדינה מי שיכנס במקום המפעיל באשכול מחויב לקחת את האוטובוסים, הדברים הללו יצטרכו לקבל הסתכלות הרבה יותר משמעותית אם אתה רוצה לבצע את הדברים נכון. אין לי ספק שאם אתה עושה הסכם ליסינג מלא לטווח ארוך אז רישום נכס וההתחייבות הוא נכון ומכאן ניתן לבצע את כל הניתוחים הכלכליים בחישובי הריבית, אבל החשבונאות כיום לא עושה הבחנה בין השניים. לא יכול להיות ששני הסכמים בהם יש הבדל כלכלי משמעותי הטיפול יהיה זהה.

#### אמיר ברנע

כמו שיש חוב לבנק שהוא חוב מובטח ויש חוב לא מובטח והחשבונאות עושה מעין ערבוב של הכול.

#### יזהר קנה

כאשר חברה רוכשת נכס וממנמת זאת באמצעות חוב מהבנק, יש לה באמת נכס ויש לה באמת חוב לבנק. מחר אם היא רוצה להתנתק מהנכס היא תיפרד בנפרד מהנכס ובנפרד מההתחייבות ויכול להיות לך רווח/הפסד. לעומת זאת אם אתה שכרת מאה מכוניות ובתוך ההסכם יש לך אפשרות לצאת בטווחי זמן קצרים בקנסות אפסיים אז לא באמת נוצרו נכס והתחייבות והחשבונאות החליטה להכניס את זה כאילו זאת רכישה. קח לדוגמא את ההסכמים בקניונים. לחברה אחת יש הסכם לחמש שנים סטרייט ללא אפשרות יציאה ובחברה השנייה אפשרות בהודעה מראש של חצי שנה מראש לצאת מהחוזה כי מבחינת כוח המיקוח שלה היא חזקה. אי אפשר שבמצב כלכלי שונה, ושונה מהותית, הערכת השווי תהיה זהה ולכן יצטרכו לעשות את התקנונים.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

בשביל זה יש אנליסטים.

### יזהר קנה

האנליסטים, באותן חברות בהן רישום נכסים ומצד שני התחייבות, יצטרכו לקבל את הנתונים ולהבין את המשמעותיות, תנאי החוזה- קנסות, נקודות יציאה ולהביאם בחשבון ולתת להם אומדן כלכלי לצורך הערכת השווי.

### אמיר ברנע

בתקנון כאשר מדובר בהסכם שכירות שבו הנכס נמצא בליבת העסקים של החברה, ההנחה שהתחדשות תתקיים.

### יזהר קנה

חברות התחברה הציבורית הגדולות המאזנים שלהם מסתכמים במיליונים אם לא מיליארדים. חלק גדול מצי הרכב שלהם הוא בליסינג בהסכמים מאוד מורכבים, יש חברות שמחכירות מאתיים אוטובוסים שלוש מאות אוטובוסים, עלות של אוטובוס היא פלוס מינוס מיליון שקלים. לכן אתה לא יכול להשוות שני הסכמים שבאחד יש נקודת יציאה ובשני לא ולטעון שהם זהים.

### אמיר ברנע

אתם ראיתם את הנתונים בלוח שלוש שמתייחס גם לחידוש החוזים. כדי לקבל את השווי הקיים צריך להשתמש במכפיל EBITDA של שלושים או עשרים, זאת אומרת התיקון של המכפיל הוא דרך ה-WACC ובדברייך אמרת שלא קיימת בעיה תיאורטית.



## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שגיב מזרחי

המושג של להעריך שווי באמצעות מכפיל לא באמת קיימת. בפועל נעשה שימוש ב- DCF ובתמציתיות- כל הפרמטרים של ה- WACC, שיעור הצמיחה לטווח הקצר, שיעור הצמיחה לטווח ארוך, ה- CAPEX, ההשקעות בהון החוזר - מתנקזים למספר אחד שהוא בעצם המכפיל. הערכת שווי מבוצעת באמצעות DCF, ומכפיל מהווה רק שיקוף של כל הפרמטרים. בעקבות יישום התקן נצטרך לעבור לנקודת איזון אחרת, כלומר למכפיל חדש.

### שלומי שוב

אתה אומר שלמעשה המכפילים יותאמו ותהיה נקודת איזון חדשה. כלומר, השווי הוא קבוע ולמעשה המכפיל הוא זה שמשתנה. אתה למעשה אומר שמבחינתך גם לאחר כל השינוי שהחשבונאות עברה זה עדיין הוצאה תפעולית?

### שגיב מזרחי

להיפך בגישתי צריך ללכת עם גישת התקן.

### אמיר ברנע

אם התקן צודק לדברייך אז באמת יש ירידת שווי.

האם התקן מגלה משהו שלא ידענו לגבי המינוף הפיננסי? אם חברה יכולה דרך חוזים קצרים להשפיע על החוב? יש כאן בעיה במצבים בהם צריך לחדש חוב. הבעיה היא ראשית כל באופן בו התקן מנוסח, ברוח התקן כאשר החוזים הם קצרים במיוחד, דבר שגם בא לידי ביטוי בתקופת המעבר בה אנו נמצאים עכשיו. אבל נניח שפתרנו את בעיית התקנון, עולה השאלה האם התקן מציג נכון את ההתחייבות הפיננסית? קיימת לכך השלכה על הערכות השווי שלא ניתן לקזז דרך השינוי של מחיר ההון.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

שימו לב אנחנו מדברים על ה-IFRS אבל גם בתקינה הישראלית, לפי תיקון שאושר לאחרונה במוסד הישראלי לתקינה ניתן יהיה לאמץ את IFRS 16 מאחר ואין בתקינה הישראלית תקן העוסק בחכירות. למעשה חברות שמיישמות IL GAPP יוכלו לבחור וליישם את התקן.

### אודי גרינברג

במאמר הנחתם שלא תהיה השפעה של המס, אבל תיאורטית מ-2012 כאשר בעצם הוראת השעה כבר לא קיימת לכאורה אתם צריכים לקבל את התקינה הבינלאומית. כמו שלומי אמר, גם התקינה הישראלית יכולה לאמץ את התקן החדש כתקן חכירות וכמובן שזה ישפיע כי ההוצאה בשנים הראשונות תהיה יותר גבוהה מאשר הוצאת שכירות שנרשמו לפי התקן הישן ואז כל הראייה צריכה להשתנות.

### רויטל רז

במס הכנסה הייתה לנו נחת רוח לשבועיים כאשר פרסמו הודעה שרואים את IAS 17 כפרקטיקה מקובלת והייתה לנו תחושה שאנחנו נשארים בקרקע הידועה והבטוחה, ככול שאולי תוארך הוראת השעה אז מה שהיה הוא שיהיה ואנחנו אוהבים להישאר במצבים כפי שהם. לא יודעת אם זה טוב או לא אבל זה מה שנח לנו. עכשיו בעצם הזינו לנו את התקינה ואנחנו נהיה מחויבים לקבל החלטות ספציפיות כאן, כי אם לא תוארך הוראת השעה יהיה אפשר להיכנס ל-IFRS גם מי שמיישם תקינה ישראלית. כאן יש צורך לבחון את הדברים יותר לעומק כי יש לנו הוראות שלנו לניכוי הוצאות חכירה, אנחנו נסתכל כמובן בעניינים של החוכר. לכאורה למס הכנסה יש הוראות פרטניות לניכוי דמי חכירה לכאורה ניתן להתעלם ממה שקורה בספרים, אך אין סגירה הרמטית. בנוסף החכירה באה לידי ביטוי כהוצאה מימונית וצריך לדעת אם לנטרל אותה ואיך לבצע את זה, אנחנו מנסים למצוא פלטפורמה לטפל בזה בזמן הקרוב, אבל עוד אין לנו מסקנות.

### שלומי שוב

אודי תן לי לנחש מה שהיה הוא שיהיה הם יסדרו את הקו בצורה כזאת, זכותם לעשות את ההתאמות לפי האינטרסים של קופת המדינה, וברור לך שהאינטרס כאן הוא להישאר עם חכירה תפעולית.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### משה אטיאס

לדעתי שוק ההון מדחיק את כל השימוש של התקן, אני תוהה מה יהיה עם זה, פתאום חברות יציגו דוחות מאוד שונים. הדיון המאוד מעמיק שנעשה פה הוא לא ברמה של רוב האנליסטים-זאת אומרת הוצאה מימונית/תפעולית וכו'. לדעתי מדובר בדרמה מאוד גדולה, אני הרבה שנים בתחום החשבונאות ואני לא חושב שהייתה דרמה כזו גדולה.

### שלומי שוב

לדעתי זה אפילו יותר דרמטי מהכניסה של ה-IFRS.

### משה אטיאס

אני חייב להגיד לכם, בשנה הבאה במטריקס אני מתכוון לכלול את ההשפעות של התקן מבלי לערב את המנהלים בנושא, כי הסיווג הזה של תפעולי ומימוני זה משהו שכן משפיע על תמחור של פרויקטים ושל פעילויות. לגבי מס הכנסה אנחנו עוד פעם במקום של מערכת נפרדת ונצטרך לעשות התאמות ככל שנצטרך, אני חברה מחשוב אז אני יודע מה לעשות, אבל אני חייב להגיד שזה פשוט הפך לבלתי נסבל או שיש חשבונאות והולכים איתה ואני בן אדם שמאמין בזה ומשלמים את המס לפי זה ונעשה את ההתאמות או שלא כי זה מטורף.

### רויטל רז

אנחנו לא רוצים להגיע למצב שיש שני נישומים ביניהם יש שונות מיסויית רק בשל העובדה שאחד מחליט להמשיך וליישם את IAS17 כי מותר לו ואחר מיישם IFRS16.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אורן הר נבו

אני הייתי בדיון לפי שנה בנושא הזה ובאתי מנקודת מבט אקדמית, שהתקן הזה הוא בהחלט הכרחי בעיקר בחברות כמו אל על וחברות עתירות הון החשבונאות תשקף יותר את הכלכלה. יש בדיחה שמישהו ה-IASB אמר שהוא רוצה לעלות על מטוס שכתוב בספרים. במישור המאזן, התקינה האמריקאית ניסתה לפתור את הבעיה שלא רואים במאזן את ההתחייבויות אבל השאירה את הרווח והפסד בצד. לפי דעתי צריך לתת ביטוי גם מבחינת הרווח והפסד, עליו לשקף את ההיבט הפיננסי, בחברות תעופה ובחברות עתירות הון זה משקף נכון יותר. בחברות קמעונאיות בהן השפעת החכירות הרבה פחות דרמטיות, וגם המאפיינים שלהן פחות פיננסיים, יחד עם זאת התקן מביא אותנו יותר קרוב לאמת. אמנם צריך לבצע התאמות, לדוגמה דמי שכירות משתנים וכיו"ב, אבל אנחנו קרובים יותר לאמת מאשר IAS 17. הרבה אנשים טענו שכבר בתקן הקודם היה את המודל שעשה את ההבחנה בין חכירות תפעוליות למימוניות, ותיקנו משהו שלא מקולקל אני חשוב שגם זה לא נכון. לדוגמה בדוחות אל על, שהולכים להתפרסם ברבעון השלישי עכשיו נכנסת החכירה של מטוסי "בוינג 787" החדשים, תחת המודל הקודם של IAS17 לא ניתן ביטוי במאזן לחכירה דבר שהוא לא סביר ולכן התיקון הוא ראוי.

### אורן הר נבו

גם ככה שוק ההון לא משקיע מספיק מאמצים או אולי לא מבין את התקן החדש. השאלות שעולות הן בעיקר איך זה ישפיע וכמה זה ישפיע על הגילויים.

### אבי לוי

צריך לעשות אבחנה בין נכס שהוא נשאר בבעלותך ובשליטתך לבין נכס שאתה כאילו "נפרד ממנו". לדוגמה יש לנו נכס בראשון לציון שמושכר לאיקאה, אנחנו לא אחראיים על תפעול שלו, מבחינת החוזה זה כאילו מכרנו את הנכס. אותו כנ"ל לגבי מטוסים שרוכשים ומחכירים, החוכר מתחזק את המטוסים, שוב זה כאילו בעל הנכס נפרד ממנו וכאילו החוכר לקח מימון של 100% מהבנק. אין זה המצב בקניון, בקניון ממוצע יש כ-200-250 שוכרים, המחכיר (בעל הנכס) נדרש להיות דינאמי ולתחזק את הנכס, השוכר מן הסתם מהווה אחוז אולי פחות ממכלול הנכס כולו. כלומר גם אם מבצעים שינוי בתנאים של שוכר בודד סביר להניח שההשפעה על כל הנכס היא לא דרמטית. בסופו

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

של דבר השירות שקניונים נותנים זה שירות ללקוחות, אם הלקוחות מצביעים ברגליים ולא נכנסים לחנות מסוימת זה מה שמעניין אותי. מבחינתי אני צריך לספק ללקוחות את השירות הנכון עם המותג הנכון כלומר אם הלקוחות מאסו בחנות הזאת אני צריך לקחת את זה בחשבון ולמצוא תחליף ראוי לו.

#### שלומי שוב

בראייה עסקית מבחינתך למעשה הקמעונאים הם למעשה סוג של אמצעי. זה הוכח במשבר שהיה ברוסיה עם מירילנד. בסופו של דבר גם כשיש לו חוזה, הוא רואה את הלקוח, אבי כמו בעלי קניונים אחרים עוקב אחרי מחזור, אחרי העומס של השכירות.

#### אבי לוי

מה שעניין אותנו ביום הבחירות זה הפדיון למטר, תסתכלו בעיתון ותראו מה היה הפדיון של הקניונים שלנו.

#### אמיר ברנע

השאלה היא איפה סיכון הנכס? במקרה של איקאה סיכון הנכס נופל באופן מלא על החוכר לעומת זאת בקניון חלק ניכר מסיכון הנכס נישאר אצל המחכיר, השאלה היא האם מדובר בהוצאה פיננסית או הוצאה תפעולית.

#### שלומי שוב

שאלה נוספת שעולה היא האם החוכר עשה התאמות מאוד גדולות בנכס, כלומר יכול שהשיפורים במושכר יותר מהותיים. יכול להיות שבתוך הקניון יש חנויות כאלה וחנויות כאלה?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אבי לוי

החשיבה שלי היא לא רק שכר הדירה, לא שאני מזלזל בו. שכר דירה בסופו של דבר זה הרווח שלנו זה ההכנסה שלנו, החשיבה הסופית שלנו זה מה נכון יותר לקניון ומה משרת יותר את הלקוחות הסופיים של הקניון.

### שלומי ברטוב

נקודה נוספת הינה שיטת הערכת השווי - בהערכות שווי בשיטת היוון תזרים מזומנים שזאת כמובן השיטה המועדפת התרגלנו להשתמש בתזרים בלתי ממונף ולהוון ב-WACC. אני מזכיר שיש גם שיטה של היוון תזרים מזומנים ממונף בה מורידים את פירעון ההתחייבויות הפיננסיות על פני תקופת התזרים ומקבלים תזרים לבעלי המניות אותו מהוונים ב-RE (מחיר ההון העצמי).

בשיטה הזו הסיווג החשבונאי האם החכירה פיננסית או תפעולית אינו רלוונטי. התשלום בגין זכויות השימוש העתידיות יבוא לידי ביטוי בתזרים העתידי דרך פירעון ההלוואה או ההתחייבות הפיננסית ומתקבל תזרים הנקי לבעלי המניות. לדעתי אנחנו נראה יותר הערכות שווי בהם ישתמשו בתזרים ממונף ולא בתזרים תפעולי.

יתר על כן, בחברות שהן מאוד ממונפות ישנה בעייתיות מסוימת להשתמש ב-WACC שהינו מחיר ההון המשוקלל לתקופת התחזית העתידית הנובעת מכך שאינה משקללת את העובדה שגם שיעור המינוף או מחיר החוב העתידיים יכולים להשתנות על פני שנות התחזית. על כן ולאור השלכות IFRS 16 אני מעריך כי הערכות על בסיס תזרים מזומנים ממונף יהיו יותר מקובלות בחלק מהמקרים.

### אמיר ברנע

כשחברה ממונפת כמו אל על למשל, עם תוספת של ארבע מיליארד שקל חוב. כל שינוי קטן בהנחה הוא דרמטי מבחינת ההון עצמי.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי ברטוב

השינוי ב-WACC יכול להיות משמעותי אבל להערכתי השינוי פחות רגיש ב-RE. כאשר מהוונים ב-RE ופורסים את תשלומי דמי החכירה העתידיים (ומשתמשים במודלים לא של 5 שנים אלא לתקופות יותר ארוכות 10-15 שנים) ההשפעה של התזרים העתידי הממונף שהוון ב-RE לתקופה ארוכה הינה קטנה יותר.

### אמיר ברנע

אם הקניון משקיע בפרסום כדי שיבואו לקוחות, חלק גדול מסיכון הנכס נשאר בקניון אצל המחכיר. לא כל הסיכון של הנכס עובר לשוכרים.

### שלומי שוב

צריך להיזהר להגיד את זה כי אחרת זה הופך לנדל"ן להשקעה, השמיכה קצרה.

### אמיר ברנע

אם כל סיכון החכירה נשאר אצל המחכיר אז לחוכרים אין סיכון לגבי דמי החכירה, יש כאן בעיה קונספטואלית עם התפיסה של התקן שבאופן גורף קובע שבכל מקרה דמי החכירה הם הוצאה פיננסית. יכול להיות שנצטרך להעריך את החברות מהקניון על בסיס הוצאה תפעולית ולא פיננסית. כלומר ניתן לטעון שהתקן מעוות את התמונה של השווי, צריך לזכור שיש לנו מרחב ולהבין איפה אנחנו נמצאים בו, יותר קרוב לתפעולי או לפיננסי. אחרי כל משפט שאבי אומר אני יותר זז לכיוון התפעולי.

### שלומי שוב

אבל באמת כנראה שיכול להיות שצריך לעשות בין חברה לבין חברה ובתוך החברה בין החוזים.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### גל עמית

בהיבט של דירוג יש בעיה, מרכיב עיקרי מאוד בחברה של מלוונות הוא חוב לאביטדה. יש מספרי אצבע לפיהם נקבע הדירוג לדוגמא השיטה של מעלות הייתה עד היום להוון את החכירות לתקופה הזאת לפי 7%. אם אתה נמצא במקרה שהחוזים קצרים הדירוג יכול להשתנות מקצה לקצה כיוון שלא מתקננים את התקופה. כולנו מבינים את ההיגיון של הכנסת החכירה למאזן. אבל הבעיה היא יישומית, אותו דבר בהערכת שווי בהקשר של חוזה חכירה קצרים יחסית.

### שלומי שוב

בגלל זה דיברנו על נושא התקנון. מה עם הצד של ה-EBIDA? תחשוב בחברה כמו "פתאל" שיש לה הרבה מלוונות בשכירות. הרציונאל של השימוש ב-EBITDA התפתח בכלל מהכיוון של חברות טכנולוגיה.

### גל עמית

אני חושב שקידשו את ה-EBITDA יותר מדי, אין פה נכון לא נכון, יש כאן בעיה גדולה מאוד.

### ענת פבריקנט

אנחנו רגילים שכמעט כל הערכות שווי מבוצעות לפי EBITDA, אבל אנחנו גם מבינים שהשווי לא אומר להשתנות בעקבות IFRS16. צריך לבחון כיצד עושים תקנון לשוני בכדי להביא אותו למצב הנוכחי, כי התוצאות הכלכליות של החברה זהות והחשבונאות על אף שהיא תשקף יותר נכון את הנתונים במאזן לא אמורה להשפיע על השווי של החברה היו פה כמה דעות איך לעשות זה, וצריך לראות מה הדרך הנכונה.

### משה אטיאס

אולי השווי ההוגן הקודם היה מוטעה?



## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### ענת פבריקנט

חברות הדירוג היו מודעות למצב והיו חשופות אליו, הן ידעו על קיומם של הסכמי השכירות והתנאים שלהם. כלומר הן לקחו אותם בחשבון במסגרת הערכות השווי.

### שלומי שוב

ואת ה- EBITDA עדיין לקחו לפי הדוחות הכספיים.

### סיגל יששכר

חוזה חכירה קצר טווח לגבי נכס אסטרטגי עשוי להוות גם הוא סיכון עסקי.

### גל עמית

אוטומטית להגיד שיש להוריד את דירוג האשראי, זה לא כזה פשוט תיאורטית.

### אודי גרינברג

כלכלית זה לא כזה פשוט כי גם בחכירות התפעוליות יש חכירות שהן במהותן תפעוליות ויש כאלו שבמהותן פיננסיות. אנליסטים היו צריכים לבצע את ההבחנה, השאלה היא האם היה מספיק מידע ?

### שלומי שוב

צריך להסתכל על זה כמשהו חיובי, התקן מחייב אותנו לעשות את הדיון הזה כי בלעדיו לא היינו מנהלים אותו. יש פה רעידת אדמה לדעתי.

### אלון גלזר

אני חושב שה- EBITDA זה כלי שלא תמיד נכון להשתמש בו. בכלל נראה שהמציאו אותו כאשר מכפילי הרווח נעשו גבוהים. אנחנו כבר התחלנו לבצע כל מיני התאמות ל- EBITDA, מה שאמיר אמר בהתחלה לגבי העובדה שהתקן החדש יגרום להתייחסות לנושא זה הכי נכון, עד עכשיו התעלמנו

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

מזה והעובדה שהבעיה עולה זה חיובי. אנחנו נתמודד עם הבעיות על ידי ביצוע התאמות, אני חושב ששוק ההון יבצע התאמות לפי חברות דומות, אולי הוא יטעה בהן אך הוא בהחלט יבצע אותן.

### יניב פגוט

בכל האמור בתמחור המניות בשוק ההון ביום שאחרי יישום התקן אזי מדובר בלא פחות מצונאמי שכן השימוש במכפילי EBITDA הופך להיות לא ישים. ההשוואתיות בין חברות בשוק ההון המקומית עומדת להיפגם וההשוואתיות עם חברות בארה"ב תיפגם עוד יותר. אין מספיק כוח אדם מקצועי בשוק ההון הישראלי על מנת להיערך מקצועית לביצוע ההתאמות המתודולוגיות הנדרשות בהערכת השווי לאור השלכות התקן ויש חשש לפגיעה באיכות הניתוח הכלכלי. אני חושש משקיפות לא מספקת של הסכמי החכירה אשר תקשה על ביצוע התאמות נדרשות.

### שלומי שוב

תסתכל על לוח שלוש שלנו על הקפיצה במכפילים, אתה רואה את זה קורה? בשוק ההון אתם מודעים למהפכה או שאתם חיים את הרגע?

### יניב פגוט

להערכתך בשוק ההון לא יהיה שינוי מהותי מבחינת תמחור אג"ח מלבד מקרי קיצון שכן אנשי המקצוע בשוק ידעו לבצע את ההתאמות ביחסים הפיננסיים הרלוונטיים.

### אמיר ברנע

כשאתה אומר שבאג"ח לא תהיה דרמה, בסיטואציה בה וועדת השקעות עם משקיע מוסדי ובי"א אל על" מופיע כעת עוד חוב של ארבע מיליון שקל איך הוא יסביר את זה? אם יחס ההון עצמי לחוב השתנה לא תהיה לכך השפעה?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יניב פגוט

רוב שוק ההון מורכב מחברות קטנות ובינונית אשר כל גידול או קיטון של שלושה מיליון שקל ב-EBITDA משנים באופן לא מבוטל את תוצאת הערכת השווי ולפיכך יש תמריץ גדול לחשבונאות יצירתית בעייתית. האנליזה מוגבלת ביכולות המקצועיות בזמן ובתשומות שלה, ולכן לדעתי זאת הולכת ליותר דרמה. כל החשבונאות סיבכה את הסיפור במקום לקחת את ההסתברות שהתחייבות תהפוך להתחייבות אמיתית בנו תקן מסובך מאוד. אביא כדוגמא את המקרה של קריסת רשת הקמעונאות של רמי שביט התחייבות החוץ מאזנית התממשה ואולם הנזק הכספי היה חלקי ולא שיקף את מלוא התחייבות החוזית שכן נמצאו שוכרים חלופיים, גם במקרה של קריסת מגה ראינו מציאות דומה. כלומר צריך היה לתת את ההסתברות לכך שתהפוך להיות התחייבות פיננסית נוספת. בסופו של דבר, שנה שעברה התמודדו עם השפעות כניסת IFRS 15 על השווי בכך שיצרו לו מכפיל, אני חושב מאתגר הרבה יותר נאלץ בשוק ההון המקומי להתמודד עם כניסת IFRS 16.

### עמנואל אבנר

אני רוצה להציע משהו תיאורטי שתומך בתקן. כשאנחנו עושים הערכת שווי לפי מכפיל EBITDA או לפי DCF אנחנו מסתכלים בצורה פשטנית על הערכת שווי, אנחנו לא מסתכלים מספיק על מרכיב הסיכון. מרכיב הסיכון של ההכנסות בניכוי ההוצאות המשתנות גבוה הרבה יותר מזה של ההוצאות הקבועות מהן לא ניתן להיפטר. לכן אם בשיטת ה-DCF מהוונים את ההכנסות בניכוי ההוצאות המשתנות בשיעור היוון גבוה יותר מאשר את ההוצאות הקבועות מגיעים למצב בו למעשה מקטינים את ה-DCF וזאת למעשה הקבלה תיאורטית שתומכת בגישת התקן. כלומר, אם קיימת הוצאה קבועה שאתה לא יכול להיפטר ממנה יש להוון אותה בשיעור סיכון הרבה יותר נמוך מה שמביא לסכום התחייבות גבוהה יותר.

### אמיר ברנע

הכדאיות של חכירה לעומת רכישה: בעבר היה יתרון מסוים לחכירה לעומת רכישה, הרכישה מפחיתה את שווי ההון כיוון שהחוב מופיע בערכו המלא. האם כתוצאה מהתקן שהופך את כל החכירות בראייתו לרכישות באשראי תשתנה הכדאיות? האם היתרון של חכירה מהאספקט של הערכות שווי נעלם?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### יבגני אוסטרובסקי

במסגרת הדיון צוינו מספר נקודות חשובות למחשבה, והייתי רוצה להתייחס לחלקן.

הנושא הראשון הוא נושא הגילוי – בין היתר, צוין כאן בדיון לפניי כי החוכר לא נדרש לתת גילוי לתשלומי החכירה הכוללים או לפרטים אחרים (מפנה לסעיף (g) 53 לתקן). בכל מקרה, בהינתן החשיבות הגדולה של הגילוי, במיוחד לאור כך שאינני חושב שמישהו יודע כרגע מה נכון "אבסולוטית" בעולם הערכות השווי ועשוי להיות צורך בנתונים שונים, היא שאנחנו כרשות נצטרך לשקול האם יש צורך במתן גילוי נוסף, בדוחות הכספיים ואולי מחוצה להם. רק אזכיר אנחנו כבר דרשנו בעבר או הגענו להסכמות בעבר עם מנפיקים על גילוי בענף הקמעונאות, נדלי"ן וגז. בשים לב למה שנאמר, אנחנו נשקול איזה גילוי נוסף עשוי להידרש, אם בכלל, בין אם זה בדוח הכספי ובין אם מחוץ נדרש לגבי החכירות בתקופה שלאחר כניסת התקן לתוקף.

הנושא השני שהוזכר הוא נושא היישום ושיעור ההיוון - כרשות, וכמו בכל מצב אחר, נצטרך לראות בכל מקרה ומקרה שיבחן על ידנו בשים לב לעובדות ולנסיבות הספציפיות האם היישום היה סביר, ואותו הדיון גם במצבים בהם התקן מתיר מספר חלופות (כמו שיעור היוון גלום בחכירה לעומת שיעור ריבית תוספת). ברור שיש מקומות שבהם שיעור ההיוון הגלום בחכירה, קשה לאמידה כי למשל לא ידוע מה ה-FV של הנכס. אבל, כמו שאמרתי יכול להיות שלא כל מקרה דינו כמקרה אחר. אנחנו מודעים למה קורה בעולם וכנראה שאנחנו נראה זאת גם בישראל כשיישמו את החלופות שבתקן. בסופו של דבר, יש לזכור כי התקן קובע איזשהו מדרג ויש שיעור היוון שהוא עדיף ואחר שהוא נחות אבל צריך לבחון כל מקרה לגופו. אם כולם היו יודעים מה שיעור ההיוון הגלום בחכירה אז החלופה כלל לא הייתה קיימת. מנגד, לא ניתן לעקר מתוכן את התקן ואת החלופה הבסיסית. אותו כני"ל, לגבי שינוי הסכמי השכירות והוספה או שינוי התנאים, התקן מתעלם מדברים מלאכותיים וקובע שבמצבים שבמהותם הם קבועים ההתחייבות או הנכס יכללו את כלל הסכומים.

### שלומי שוב

אם אני נכנס לחוזה עם שוכר שבו יש מדרגה עם סכום משתנה והיא עמוק בתוך הכסף, מה עושים במצב זה?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### אודי גרינברג

שלומי בתור מי שתמך ב-IFRS דווקא זה שיש כאן עניין של שיקול דעת זה משהו שאתה אמור לתמוך בו.

### יבגני אוסטרובסקי

אנחנו נצטרך לבדוק שהטיפול החשבונאי שנעשה, בדומה לבדיקות שאנו מבצעים על הרבה תקנים ומצבים, שמה שנעשה במקרה הספציפי הוא סביר ויש לו ביסוס.

ההיבט השלישי שהוזכר הוא נושא ההשפעה של התקן על הערכות שווי - מבחינת הערכות שווי יש הרבה הצדקות לטיפול החדש שנקבע בתקן אך גם כנגדו. יש מצבים שבהם בעיני הוא עשוי ליצור מצגים בלתי טריוויאליים. למשל, אם אנו משווים בין שתי חברות שההבדל היחיד ביניהן הוא שלאחת יש חכירה לעשר שנים ולאחרת חכירה גם כן לעשר שנים ואופציה לעשר שנים נוספות. התקן יוצר מצג שדווקא החברה בעלת האופציה ממונפת יותר, אם יש וודאות סבירה שתמומש האופציה. כלומר, דווקא החברה הגמישה יותר ממונפת יותר. מצד אחד, בשל העובדה שהיא גמישה יותר היא פחות מסוכנת. מנגד, אם מסתכלים על מינוף כחשיפה לנכסים שלא ממוננת בהון, אז באמת החברה השנייה ממונפת יותר שכן היא חשופה לעשרים שנה לנכס. כך לדוגמא, אם פתאום יש תחזית רעה לנכס בשנה השבעה עשר, החברה בעלת האופציה אכן תיפגע והחברה האחרת לא. אז בהיבט זה אכן יש מינוף מסוים. כלומר אפשר לטעון שזה מינוף, אבל לא מדובר בסיכון כי יש לה גמישות. מבחינת הרשות לניירות ערך, הדגש שחשוב לנו בהערכות השווי תחת תקן חכירות בדומה לתקנים אחרים זה בעצם רמת הביסוס. גם היום בחשבונאות כאשר משווים בין חברות יש הרבה דברים ייחודיים לכל חברה שבין אם הם מופיעים בדוחות ובין אם מחוצה להם, כשעושים מדגם או מכפילים ככל שזה מהותי צריך להתחשב. למשל, רווח משערוך או ירידת ערך יכולים להטות את המכפילים של חברות במדגם, ולהשפיע על הערכת שווי אם לא התחשבו באלמנטים האלה. לכן, גם במקרה שלפנינו אם התקן יביא לשוני משמעותי בין החברות במדגם לבין עצמן (למשל, תקינה אמריקאית כנגד בינלאומית) או בין ובין החברה שאנחנו מעריכים אותה, אז נצפה ממעריך השווי או מהתאגיד, להיות מסוגל להסביר ולבסס את הטיפול שהוא עשה - כמו בכל דבר אחר.

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### שלומי שוב

אתה מצפה למעשה שמעריכי השווי יתמודדו עם הדילמה הפילוסופית הזאת בין אם מדובר בהוצאה פיננסית או תפעולית?

### יבגני אוסטרובסקי

כנקודה אחרונה, במישור של להכניס חכירות לדוח – האם זה נכון או לא בראיית הערכת שווי כהוצאה תפעולית או מימונית, אציין כי אני לא יודע אם זאת שאלה שהתשובה עליה היא אפס או אחד. לדוגמא, שתי חברות באחת קיים וועד עובדים מאוד חזק כך שאי אפשר לפטר את העובדים מאה שנה קדימה ובאחרת גמישות מוחלטת ביחסי העבודה. ברמת החשבונאות, בשתי החברות אין בכלל התחייבות (או נכס) במאזן אבל ברור - כמעריך שווי שאני אצטרך להביא זאת בחשבון בשיעור ההיוון או בכל דרך אחרת בעת ההשוואה. לא יכול להיות שהן יהיו בשווי זהה משום שיש כאן גמישות שונה.

### שלומי שוב

יבגני נתן דוגמא עכשיו שאני מאוד מתחבר אליה, בהשקה של הספר שכתבנו יאיר לפידות נתן דוגמא נגד התקן של חברה ממשלתית עם ועד עובדים מאוד חזק. רציתי להגיד לו שדווקא הדוגמא מאוד מחזקת את תפיסת התקן כיוון שהגמישות של חברה כזו היא מאוד נמוכה. כלומר יש כאן השפעה שלילית שמעריכי שווי צריכים לתת לוי ביטוי.

### סיגל יששכר

לא ניתן לקבוע כי המעבר לחשבונאות שווי הוגן לא השפיע על שווי השוק של חברות נדלן.

### שלומי שוב

חשבתי על זה כשדיברו על תקינה ובאמת שם זה היה לטובה אבל פה זה לרעה. תראו מה קרה לבתי הדיור המוגן, אפילו עזריאלי נכנסו לתחום הזה בגלל החשבונאות. מבחינתי זה אחד הדיונים החשובים שהיו. צור מבחינתך כמעריך שווי מה המסקנה שלך?

## תכנית בחשבונאות

# פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

### צור פנינגשטיין

התקן לא מפחיד אותי אלא מהווה התקדמות לכל הקשיים. הוא מעורר מודעות לגבי דברים שקודם היינו צריכים לטפל בהם וכעת צריך להתמודד, אי אפשר להסתכל אחורה. צריך להבין ששום דבר לא השתנה בשווי של החברה, אלא אם טעינו קודם, אבל בכל מקרה המתודולוגיה צריכה להתאים את עצמה. לגבי מחיר ההון שאולי נרמז בדברים של יבגני- הגדולה של מודל ה-CAPM או בכלל כל המתודולוגיה, זה שהוא חייב להיות פומבי. אני מאוד כופר בניסיונות או אפילו בפרקטיקה לקחת מחיר הון ולנסות לבצע כל מיני התאמות, אי אפשר להשוות ולמדוד את זה. אם יש חברות בהן יש מאפיינים מיוחדים אני לא חושב שצריך להתאים את מחיר ההון אלא צריך לקחת מדגם נכון או לעשות תרחישים. כל העיקרון של מחיר ההון המודרני זה שהוא צריך להיות מבוסס על פומביות כלומר מדגם של חברות נסחרות.

### אמיר ברנע

לסיכום, יש לנו מושג מחיר הון שהוא בעצם ממוצע משוקלל של מחיר הון עצמי ומחיר חוב. קודם היה לנו חוב פיננסי קטן, נניח בלי החכירה, אבל הסיכון שקשור עם החכירה זה הוצאה קבועה שהייתה גלומה במחיר ההון העצמי וגרמה לכך שהוא יותר גבוה. התקן החדש הביא לכך שלחברה יש חוב נוסף אבל מצד שני מחיר ההון העצמי יותר נמוך כי נגרעת הוצאה קבועה, ככל שחכירה זו הוצאה קבועה פיננסית אז בעצם יש לי אותו מחיר הון גלובלי.

למעשה גם כאשר היה הבדל בין חברות- נגיד חברה אחת בעלת ועד עובדים חזק והשנייה חלש. בחברה בעלת ועד העובדים החלש הנושא של הגמישות התפעולית התבטא במחיר ההון העצמי, כעת החשבונאות באותו אספקט תגיד שמדובר בחוב ותיצור התחייבות בגין דמי שימוש ונכס בגין כוח אדם.

### שלומי שוב

לסיום, אנחנו מקבלים את זה שצריך לעשות את ההבחנה בין חברות ובתוך חברות אבל בשורה התחתונה אני חושב שלהיתקע על משהו מסוים ולסמן את הדרך איך תמיד חוזרים אליו זה לא הפתרון. כולם אוהבים להאשים את הדובר – החשבונאות בד"כ, יש כאן שינוי אדיר בחשבונאות שמחייב אותנו לחשוב.

## תכנית בחשבונאות

### פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

אין ספק שמעמדה הקדוש של ה- EBITDA בשוק ההון מתערער. היא צמחה מחברות טכנולוגיות והפכה להיות חזות הכול. תעשו חושבים עד כמה המשך ההסתכלות היא נכונה. יכול להיות שתהיה השפעה ריאלית על השווי שהיא חלקית, כפי שצינו הדוברים משוק ההון – המכפילים כנראה יותאמו בחלקם והשווי יותאם בחלקו. שימו לב שכאן ההתאמה של השווי, להבדיל מנדליין להשקעה שהיה נחמד ונח להתבשם ממנו כי השינוי היה חיובי, היא שלילית.

#### על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: [www.fvf.org.il](http://www.fvf.org.il)