

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

חומר רקע למפגש נובמבר 2018 :

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

רקע

בהתאם למודל החדש של תקן דיווח כספי בינלאומי בנושא חכירות (IFRS 16) אשר יכנס לתוקף מחייב מתחילת 2019, החכירות התפעוליות יופיעו במאזן החוכר. עד כה, כללי החשבונאות הבחינו בין סיווג חכירה כמימונית לבין סיווגה כתפעולית על בסיס הקביעה האם הועברו במהות הסיכונים וההטבות הנלווים לבעלות בנכס. כפועל יוצא, חכירה מימונית טופלה מבחינה חשבונאית כרכישת הנכס באשראי (כנגד התחייבות פיננסית), בעוד חכירה תפעולית כלל לא הופיעה במאזן ועל כן כונתה לעיתים קרובות "התחייבות חוזית חוץ-מאזנית".

התקן חדש מציג תפיסה חדשה הרואה בכניסה לחוזה חכירה כרכישת נכס על ידי החוכר- "זכות השימוש" שמנגד יוצרת מחויבות לשלם- חוב פיננסי, כשערך הנכס מחושב על פי הערך הנוכחי של דמי החכירה החוזיים, תוך שימוש בשיעור היוון הגלום בחכירה. אם לא ניתן לזהות שיעור היוון זה יש להשתמש בשיעור הריבית התוספתי של החוכר. לפי המסתמן בפרקטיקה חברות בדרך כלל עושות שימוש בשיעור הריבית התוספתי ולא שיעור הריבית הגלום בחכירה.

המהפך בדיווח הצפוי ישפיע באופן מהותי על הדוחות הכספיים, מדובר בנתונים עליהם מסתמכים מעריכי שווי ונושים של החברות הציבוריות כגון EBITDA, רווח תפעולי, יחס כיסוי ריבית, מינוף פיננסי מאזני, עמידה באמות מידה פיננסיות ועוד. בהקשר זה, חשוב להגיש כי ה- EBITDA בדרך כלל מסייע למעריכי השווי לתקף הערכות שווי שהוכנו לפי מודל ה- DCF. השפעות עסקיות הנגזרות מהמציאות החדשה אותה קובע התקן עשויות להביא לקביעת מנגנונים חדשים בדבר עסקאות בשוק ומנגנוני תגמול מנהלים, בהתאמת תמורה מותנית שנקבעה ואמות מידה פיננסיות שמתייחסים למינוף פיננסי ומכאן ליכולת תזרימית לפירעון חוב כנדרש במבחן יכולת הפירעון כתנאי לחלוקת דיבידנד.

התקן הוא בעל פוטנציאל לשנות מדיניות ריאלי של חברות באופן בו מבוצעות עסקאות בשוק בהיבט של כדאיות חכירה מול רכישה של הנכס ומבנה החוזה במטרה לצמצם את השפעת התקן על הדוחות בהיבט מבנה ההוצאות והמינוף. כך לדוגמא, חברות המעוניינות לצמצם את השפעת התקן על

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

דוחותיהם ינסחו הסכמי חכירה לתקופות קצרות יותר ותעדפנה לקבוע דמי חכירה משתנים שאינם מובילים לרישום המאזני.

השינוי העיקרי שקשור לתקן הוא הגידול ב- EBITDA בגובה דמי החכירה המייצג את הרווח התפעולי בנטרול פחת והפחתות, ומהווה כלי מרכזי לתמחור חברות באמצעות שימוש במכפיל מקובל של חברות השוואה. התשלום התקופתי שנכלל קודם לכן בדרך של רישום הוצאות תפעוליות, מוחלף ברישום הוצאות פחת והוצאות מימון המנוטרלות בחישוב. כמו כן, הרווח לפני מס (אחרי הוצאות מימון) פוחת בתחילת תקופת החכירה בה שווי הנכס "זכות שימוש" הוא גבוה אך מתאזן במהלך תקופת החכירה.

בדוחות לרבעון השני ניתן גילוי כמותי להשפעות הצפויות הנובעות מיישום לראשונה של IFRS 16 בדבר "חכירות" במטרה לספק למשתמשים מידע שיאפשר להם להבין את השפעותיו העיקריות הצפויות של התקן, ואת ההשלכות הצפויות של יישומו. השפעה ישירה ניתן לראות בענף הקמעונאיות בתחומי המזון והאופנה השוכרות את מרבית הסניפים וכן חברות בתחומי ההובלה האווירית והימית המאופיינות בחכירות תפעוליות רבות ומשמעותיות.

ניתן ללמוד אודות השפעת התקן על הערכות שווי מהטבלה המציגה את השינוי בחוב הפיננסי והשינוי ב- EBITDA (ראה- "לוח 1: שינוי בחוב פיננסי ושינוי ב-EBITDA על פי דוחות חברות ישראליות בצפי 01.01.19" בטיטת המאמר המצורף). ניתן להיווכח, על בסיס הנחות החישוב, כי ה- EBITDA בחלק נכבד מהחברות – כמו למשל פתאל, גולף והולמס פלייס צפויה לקפוץ ביותר מפי 2 ואף יותר מפי 3.

השלכות על שווי המניות

בעיקרון, הערכת שווי כלכלית אינה תלויה או מושפעת מפרוצדורת הדיווח, בהנחה שלדיווח אין השפעה תזרימית, למשל במסגרת חבות מס. אולם מעריכי שווי נשענים על דיווחי הפירמה וככל שמתכונת דיווח מופעלת לאורך זמן ללא אפשרות רברסבילית לחזור למתכונת הקודמת, היא משמשת בסיס להערכת שווי. יתר על כן אפשר לטעון שהתקן "מגלה" אינפורמציה רלבנטית שקודם נכללה רק באופן חלקי בביאורים ועתה היא חלק מהדו"ח הכספי.

השפעת התקן על הערכת שווי הון עצמי נקבעת על ידי מכפיל EBITDA יחסית למכפיל דמי החכירה יוצרי החוב הפיננסי הנוסף ועל פי משך תקופת החכירה. בניתוח פשטני מכפיל EBITDA מושתת על מחיר ההון של הפירמה - WACC. מכפיל חוב מושתת על מחיר החוב התוספתי (Rd). באופן רגיל Rd

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

נמוך מה- WACC ולכן מכפיל ה- EBITDA נמוך ממכפיל החוב. בעבר דמי החכירה סווגו כהוצאה תפעולית כלומר הוכפלו (כעלות) במכפיל EBITDA, כאשר לאחר יישום התקן הם מסווגים הוצאה מימונית ומוכפלים במכפיל חוב שהוא גבוה יותר.

להלן הערה הקשורה להשוואת נתוני שתי חברות זהות תפעולית כשאת רוכשת נכס מהותי באשראי והשניה חוכרת את אותו נכס לתקופה ארוכה, לפני יישום התקן: אם מעריך השווי משתמש באותו מכפיל EBITDA להערכת "EV", מתקבל שווי שונה מהותית בין החברה החוכרת והחברה הרוכשת, למרות שאין ביניהן הבדל כלכלי. לחברה החוכרת מתקבל ערך גבוה להון העצמי כי דמי החכירה הונו למעשה ב- WACC (מכפיל EBITDA), לחברה הרוכשת יתקבל שווי נמוך להון העצמי כי למעשה מהווים את אותה עלות נכס במחיר חוב שגלום בחוב הפיננסי שמופחת מ- "EV". הפערים יכולים להיות דרמטיים ככל שדמי החכירה גבוהים יחסית להכנסות, ככל שהפער בין WACC למחיר החוב גבוה וככל שתקופת החכירה ממושכת. נניח לצורכי המחשה דמי חכירה של 10, תקופת חכירה של 20 שנה, מכפיל EBITDA של 8 ומחיר חוב של 5% ונקבל במצב הנוכחי לפני יישום התקן, פער שווי של 120 בין שתי חברות זהות. הפתרון לעיוות זה שאינו מוצדק כלכלית כשמדובר על חכירה פיננסית, הוא על ידי אימוץ מכפיל EBITDA דיפרנציאלי בין שתי החברות שיהיה גבוה יותר לחברה הרוכשת.

יש לציין כי חברות הדירוג הפיננסי (S&P, Moodys, Fitch) היו ערות לפער שיצרה החשבונאות בין שתי חברות זהות והתייחסו באמצעים שונים לדמי חכירה כחוב פיננסי. S&P כדוגמא היוון את דמי החכירה ב- 7% ויצר בניתוח החברות חוב פיננסי בדומה לגישת התקן. Moodys ו- Fitch הפעילו מכפילים (מינימום ומקסימום) על דמי החכירה כדי לקבל את סכום החוב. יש לציין כי חברות הדירוג התייחסו לחוזי החכירה הספציפיים ולאפיוני החברות (למשל האם הנכס המוחכר הוא בליבת העסקים) לצורך קביעת המכפילים.

כאמור לעיל תקופת החכירה משתנה בהתאם להחלטת ההנהלה. באופן עקרוני, התקן מחייב היוון של דמי החכירה לתקופת חוזה החכירה שיכול להיות קצר ולהתחדש (נניח ללא אופציות הארכה) או להיות ארוך יותר מלכתחילה. אם הנכס המוחכר הוא בליבת עסקי החברה החידוש הוא בלתי נמנע, אולם התקן מאפשר לחברה לקבוע תקופת חכירה קצרה יחסית ובאופן מניפולטיבי להפחית את סכום החוב. להלן המחשה להשפעת תקופת החכירה והצגת אמצעי לפתרון הבעיה ע"י תקנון תקופת החכירה למשך החיים הכלכליים של הנכס המוחכר. התקנון עקבי עם גישת התקן לפיה החכירה היא פיננסית. יש לציין כי הדברים נכונים גם לגבי מצבים בהם מדובר בדמי חכירה משתנים ובמקרים נוספים, שבהם לאור הדרישות של התקן החכירה לא מקבלת ביטוי בדוחות הכספיים.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

לגבי תקופות הארכה, תקופת החכירה בהתאם לתקן היא התקופה שבה החכירה אינה ניתנת לביטול, בתוספת תקופות אופציה לחוכר להאריך את החכירה, אם וודאי באופן סביר (Reasonably certain) שהחוכר יממש אופציה זו. בפרקטיקה מקובל לפרש רף זה כהסתברות של מעל 70%.

בדוגמא שמוצגת להלן, מכפיל EBITDA הוא 6.3, לנכס תקופת חיים של 20 שנה, דמי חכירה הם 10 ושער היוון לחכירה הוא 5%. מושוים חוזי חכירה ל-20, ל-15 ול-10 שנים. תקנון החוב מחזיר את החוב לרמתו בחכירה ל-20 שנה שהוא על פי היוון דמי החכירה, 102. הסכום שמתווסף לחוב המתוקן הוא היוון דמי החכירה לתקופה החסרה להשלמת 20 שנה.

חכירה ל - 10 שנים	חכירה ל - 15 שנים	חכירה ל - 20 שנים	
100	100	100	הכנסות
60	60	60	הוצאות תפעוליות לא כולל חכירה
7	6	5	פחת
33	34	35	רווח תפעולי
40	40	40	EBITDA
252	252	252	שווי פעילות
- 70	- 89	- 102	חוב פיננסי
- 32	- 13	0	תקנון החוב
150.0	150.0	150.0	שווי הון עצמי

הוצאה מימונית או תפעולית?

כדי לקבוע בסיטואציה ספציפית מהו הסיווג הראוי לדמי החכירה חייב מעריך השווי לקבוע מהו האפיון הכלכלי של הסדר החכירה והאם האפיון קרוב יותר למתכונת הוצאה תפעולית או מימונית. חוות דעת המעריך חייבת להתבסס על האפיונים הכלכליים של הסדר החכירה. ככל שהנכס נחכר לתקופה ארוכה יותר ללא זכות החזרה למחכיר וללא קיום שוק משני פעיל שמאפשר העברה של זכות החכירה לצד שלישי, מתאפשרת ההנחה של חכירה מימונית ומוצדקת כלכלית הנחת התקן. ככל שהנכס נחכר לתקופה קצרה יותר עם זכות החזרה שוטפת למחכיר וקיים שוק משני פעיל בו ניתן להעביר את הזכות לצד שלישי, הרי שמדובר על חכירה תפעולית. יישום התקן ללא התייחסות ספציפית להסדר החכירה, עלול להביא לתוצאת הערכת שווי שגויה.

תכנית בחשבונאות

פורום שווי הוגן - FVF - Fair Value Forum

השאלה המרכזית המלווה את אימוץ התקן החדש היא האם תהיה לו השפעה על הערכה אנליטית של מניות בחברות ציבוריות. למרות שהערכת שווי כלכלי אינה תלויה או מושפעת מפרוצדורת הדיווח ככל שאין לו השפעה תזרימית, אפשר גם לטעון שהתקן "מגלה" אינפורמציה רלבנטית שקודם נכללה רק באופן חלקי בביאורים. למיטב ידיעתנו חישובי מינוף פיננסי כולל קובננטים בחוזי חוב, אינם כוללים בדרך כלל דמי חכירה מהוונים. ככל שקיימת הסכמה שהתחייבות חוכר מהווה התחייבות פיננסית, הרי שהתקן "מגלה" התחייבות זו ולכן מוצדקת השפעתו על הערכת שווי החברה.

בלוח 3 בטיטוט המאמר המצורף מוצגת השפעת יישום התקן על מכפילי EBITD בחברות ציבוריות בישראל. בכדי להמחיש את התוצאות, די לציין כי ככל שדמי החכירה הן הוצאה פיננסית, ועל בסיס הנחות החישוב שלעיל, בכדי להצדיק את שווי השוק הקיים, מכפיל EBITDA של אל על למשל צריך לגדול מ- 7.3 ל- 15.7, של רמי לוי מ- 11 ל- 18.1, של גולף צ- 5.2 ל- 22.1 ושל הולמס פלייס מ- 7.9 ל- 19.6.

שאלות לדיון

1. האם יתכן כי השינוי החשבונאי במקרה זה מוביל לשינוי בשווי מניות של החברות שמשופעות ממנו באופן משמעותי?
2. מה המשמעות של ה- EBITDA בעקבות השינוי החשבונאי וכיצד צריך להשתנות השימוש בה, אם בכלל?
3. האם ההבחנה הקיימת עד כה – בין חכירה תפעולית לבין חכירה מימונית, שלפיה נערכו הערכות השווי היא נאותה?
4. האם מחיר השוק הנוכחי יוצא מנקודת הנחה שמתייחסת לחכירה התפעולית כהוצאה תפעולית?
5. מה צריכים להיות המאפיינים שיבדילו בין התייחסות כהוצאה תפעולית לעומת התייחסות כהוצאה פיננסית?
6. האם ככל שהתפיסה היא כי מדובר בהוצאה פיננסית יש צורך לבצע את התקנון של החוב הפיננסי בגין תקופת החכירה? בהקשר זה יהיה צורך לגזור את המידע על שיעור ההיוון ותקופת החכירה, ככל שלא יינתן להם גילוי מפורש בדוחות.
7. האם מעבר להתאמת התקופה, יש להביא בחשבון גם חוזים שלא נכללים במאזן לפי התקן החדש לדוגמה לאור דמי חכירה משתנים, אופציות הארכה שלא נכללו?
8. האם במסגרת התקנון של החוב החשבונאי, ניתן להשתמש בשיעור ההיוון החשבונאי או שיש לנסות ולגזור את שיעור ההיוון הגלום בחכירה – והאם זה בכלל אפשרי?