



מתודולוגיה וגישות להערכת שווי חברות, עסקים ופרויקטים

מטרות השימוש בהערכת השווי חברות, פרויקטים ועסקים מגוונות וכוללות רכישה או מכירה, מיזוג, הנפקה, שימוש בחברה כבטוחה או כנכס שנדרש להציג את ערכו לצרכים שונים וכד'.

לכן המתודולוגיה המקובלת ביותר להערכות שווי והכלים בהם נעשה שימוש בביצוע הערכות שווי.

1. מחיר הוגן

מחיר הוגן (FAIR MARKET VALUE) הוא אותו מחיר במזומן (או שווה ערך מקביל) שקונה מרצון ישלם למוכר מרצון, ולשני הצדדים מידע סביר לגבי העובדות המהותיות הקשורות לעסקה. בדרך כלל הקונה והמוכר, על-פי הגדרה זו, הם דמויות היפוטטיות השומרות על ריחוק בעסקה (ARMS LENGTH TRANSACTION).

2. גישות להערכה

קיימות שיטות הערכה מגוונות לקביעת השווי ההוגן. בהעדר שוק ניירות ערך יעיל בארץ אשר עשוי היה לסייע בקביעת השווי על בסיס שוויון של חברות נסחרות, שמנו דגש מיוחד על שיטות המבוססות על אומדן פוטנציאל הרווחיות העתידי ותזרים המזומנים של החברה (לאחר התאמות). בהתייחס לבחירת שיטות ההערכה עלינו לציין את העובדות הבאות:

2.1 גישת השווי הנכסי הנקי - כמשתקף מההון העצמי המתואם של החברה, איננה מתאימה להערכת החברה היות ומדובר בחברה בשלבי צמיחה, שאינה עתירת נכסים. שוויה הכלכלי של החברה נובע בעיקר מפוטנציאל הרווחים העתידי שלה.

2.2 גישת שווי השוק, מכפיל הרווחים ומכפיל ההון העצמי - הבורסה בארץ אינה מהווה לדעתנו שוק יעיל לפי הקריטריונים וההגדרות המקובלים ולפיכך לא ניתן לגזור שוויה של חברה על בסיס השוואתי של נתוני שוק ההון המתאימים בחברות דומות. יש לציין גם לא קיים מדגם רחב של חברות בורסאיות דומות.

במקרים מסוימים ניתן להעריך חברות בשיטת היוון הרווחים העתידיים, (שנקראת לעתים גם "שיטת המכפיל") או על פי יחס שווי שוק להון עצמי.



2.3 גישת היוון תזרים המזומנים – גישה זו עדיפה בקביעת שווי חברה במרבית המקרים. על פי גישה זו, נגזר שווי החברה מהערך הנוכחי של תזרים המזומנים החופשי בתקופה מוגדרת בתוספת הערך הנוכחי של החברה או הפרויקט בתום תקופת הבדיקה.

עידון מסוים לגישה זו מתקבל באמצעות היוון תזרים המזומנים החופשי שאיננו ממונף באמצעות הלוואות כאשר עודף החוב על המזומן מופחת מהשווי (עודף מזומן על חוב מתוסף לשווי). הנושאים המרכזיים בשיטה זו נוגעים לקביעת שיעור ההיוון ולהנחות הבסיס עליהן נשען התזרים.

2.4 גישת הרווח המייצג - העקרונות העומדים בבסיס שיטה זו דומים לשיטת היוון תזרים המזומנים. **בשונה** מהיוון תזרימי המזומנים מתייחסים למבנה הרווח הנוכחי תוך התעלמות משינויים במבנה הרווח בעתיד, בעיקר עקב אי ודאות לגבי כיוון השינוי במבנה הריווחיות.

2.5 גישות אחרות - קיימות גם שיטות אחרות כגון גישת ההשוואה של החברה המוערכת לחברות דומות, גישת העלות הבוחנת את עלות הקמת הפרויקט או העסק, הערכות שווי שמאיות, או שילוב שיטות.

במרבית המקרים כאמור הגישה הנכונה לביצוע הערכת שווי היא גישת "היוון תזרים המזומנים" המשקפת שוויה של החברה כ- עסק חי (GOING CONCERN) בעל כושר ליצור רווחים עתידיים, תוך מתן ביטוי למרכיבי צמיחת הפעילות, מבנה הפעילות הפיננסי, תוכניות פיתוח ועוד.

גישה זו גם מאפשרת דרך עדיפה להצבת תרחישים עתידיים שונים המשקפים נכונה את האפשרויות העומדות בפני החברה.

3. מקדם ההיוון (מחיר ההון הכולל / רמת סיכון החברה)

כדי לקבוע את שווי החברה על-פי מודל היוון תזרים המזומנים יש לקבוע את מקדם ההיוון הרצוי לניכוי תזרים המזומנים.

מקדם ההיוון מהווה את הבסיס להוון זרמי המזומנים העתידיים ותרגומם לערכים נוכחיים. אחת הגישות המימוניות המקובלות לשם כך היא באמצעות שימוש במודל CAPM (CAPITAL ASSET PRICING MODEL), וחישוב מחיר ההון המשוקלל של החברה. למרות שקיימות מגבלות בשימוש בשיטה זו, הרי שבמקרים רבים יש מקום להשתמש בה לצורך קבלת אינדיקציה למחיר ההון. מקדם ההיוון משקף את שיעור התשואה הסביר הנדרש ע"י המשקיע אשר כולל את רמת הסיכון הגלומה בהשקעה, תוך התחשבות ברמת שערי הריבית המקובלת במשק ובמחיר ההון העצמי של החברה.

מחיר ההון הוא ממוצע משוקלל של מחירי מקורות המימון העומדים לרשות החברה.



א. מחיר ההון העצמי

אחת הדרכים המקובלות לקביעת עלות ההון העצמי היא באמצעות מודל השוק - מודל CAPM. מודל זה מחשב את מחיר ההון העצמי בהתבסס על שיעור התשואה על מקורות ההון חסרי הסיכון במשק (כגון אג"ח ממשלתיות), בתוספת פרמיה הנדרשת בגין סיכון החברה וסיכוני השוק.

סיכון השוק מוגדר כתוספת המבוקשת ע"י משקיעים מעל לשער הריבית חסר הסיכון במשק. ההתאמה לסיכוני החברה נעשית ע"י הכפלת פרמית הסיכון של השוק במקדם הסיכון השיטתי של החברה.

הסיכון השיטתי מייצג את גמישות ההשתנות במניית החברה בהשוואה להשתנות כלל מניות השוק. מחיר ההון העצמי, לפי גישה זו מחושב על-פי הנוסחה הבאה:

$$K_e = R_f(+ R_m - R_f^*)$$

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

להלן פירוט ההגדרות

K_e - מחיר ההון העצמי.

תשואה חסרת סיכון (R_f) - תשואת המינימום הנדרשת על ידי משקיע בגין השקעה "חסרת סיכון" (בדרך כלל אג"ח ממשלתיות לטווח ארוך). בארה"ב משתמשים באג"ח ממשלתיות (Treasury Bill) ל-30 שנה. בארץ הבסיס הן אג"ח ממשלתיות ארוכות מועד.

תשואת השוק (R_m) - התשואה הנדרשת על ידי משקיעים בשוק ההון.

מקדם הסיכון (ביתתה-) של החברה - מבטא את "הסיכון השיטתי" שאינו ניתן לביטול על ידי פיזור המניה בתיק ההשקעות. הממד מחושב על ידי ביצוע רגרסיה של התנודה השבועית של המניה הנבחנת, לאורך תקופה שנבחרה, לעומת התנודה של תיק השוק.

מדד הסיכון מושפע הן מהסיכון העסקי והן מהסיכון הפיננסי של החברה, כאשר סיכון פיננסי מוגדר כסיכון הנובע מהכללת הון זר בסך הון ההשקעות של החברה. ניתן לקבוע שככל שיחס ההון הזר בסך המקורות גדול יותר, כן יגדל מדד הסיכון.

$B > 1$ מורה על מניה אגרסיבית, דהיינו, שהשינוי בה גדול מהשינוי בתשואת השוק. ניתן לחשב רק ביחס לחברות שמניותיהן נסחרות, ולכן כאשר מעריכים חברה פרטית, ניתן להשתמש בממוצע המבוסס על ניתוח חברות בורסאיות דומות, תוך התחשבות במבנה ההון (מנוף פיננסי) של החברות.



פרמית הסיכון של השוק ($R_m - R_f$) - פרמית הסיכון כפי שנצפתה בעבר והיא הפרמיה הנדרשת על ידי משקיעים מעל לשער הריבית חסר הסיכון (כלומר, מעל לתשואה המושגת באג"ח ממשלתיות לטווח ארוך R_f).

ג. מחיר ההון המשוקלל של החברה

מחיר ההון המשוקלל של החברה מורכב מעלות ההון החיצוני של החברה, קרי עלות החוב, וממחיר ההון העצמי. העלות החיצונית מוכרת לצורכי מס, כך שהעלות האפקטיבית נמוכה יותר בגלל זיכוי המס.

להלן פירוט המשתנים המשמשים לחישוב מחיר ההון המשוקלל של החברה:

1. **מרכיב ההון החיצוני** הינו החלק היחסי של החוב המשוער ($Debt$) מתוך סך המאזן של החברה (הון עצמי $Equity$ + חוב חיצוני $Debt$)

$$\frac{D}{D+E}$$

2. **מרכיב ההון העצמי** הינו החלק היחסי של ההון העצמי ($Equity$) מתוך מאזן החברה (הון עצמי + חוב חיצוני)

$$\frac{E}{D+E}$$

3. **T** - שיעור מס החברות

Kd - עלות ההון החיצוני הינה מחיר האשראי שהחברה משלמת בגין חובותיה החיצוניים, הנאמד באמצעות שיעור הריבית האפקטיבית על התחייבויות החברה. עלות המימון מוכרת לצרכי מס ולכן העלות נטו הינה לאחר ניכוי מס.

5. **Ke** - מחיר ההון העצמי.
מחיר ההון המשוקלל של החברה מחושב על פי הנוסחה הבאה:

$$\text{מחיר הון משוקלל (Wacc)} = X \frac{D}{D+E} X (Kd - (1-T)) + Ke X \frac{E}{D+E}$$

כותב המאמר - אורי דהן, uri@uridahan.co.il

לאורי דהן רקע מקצועי רחב וונסיון רחב ומגוון של כ- 30 שנה בליווי מאות עסקאות מיזוג וביצוע הערכות שווי חברות, עסקים ופרויקטים.