

הערכות שווי חברות – מה מסתתר מאחריהן?

הערכת שווי חברות – שיטות והסברים

המרצה: אורי וולף

אורי וולף יעוץ כלכלי ופיננסי בע"מ

MA בכלכלה Msc בחקר ביצועים

www.uriwolf.co.il 03-6114290





מעט פרטים עלי

השכלה - אוניברסיטת ת"א

תואר ראשון בכלכלה וסטטיסטיקה (בהצטיינות) ➤

תואר שני בכלכלה (בהצטיינות) ➤

תואר שני בחקר ביצועים (בהצטיינות) ➤

נסיון מקצועי

סמנכ"ל כספים - בחברת השקעות מיסודה של דסק"ש ➤

סמנכ"ל מיזוגים ורכישות בפועלים שוקי הון ➤

שותף מנהל בחברת יעוץ כלכלית של משרד רו"ח אלמגור ➤

כיום – משרד לעבודות כלכליות ויעוץ כלכלי ➤



פרוט קצר של תחומי פעילותי



- הערכת שווי חברות ועסקים
- בדיקות כדאיות כלכליות ובניית תכניות עסקיות
- חוות דעת מומחה בבתי משפט ובבוררות

■ דוגמאות:

- קווינקו – QLI (ציבוריות) - הערכת שווי לצרכי מיזוג
- נשר מפעלי המלט – הערכת שווי לכניסת שותף
- פרויקט בניה ברעננה – חוות דעת בבוררות לגבי עלויות המימון
- אמפא – הערכת שווי לצרכים חשבונאיים
- נצב"א – הערכת שווי למכירה
- מגדלי הים התיכון – הערכת שווי לגיוס הון



פתיח: אנקדומות לעניין הערכות שווי

■ **YES**: דלויט טוש - 310 מ' \$, דויטשה בנק - 22-88 מ' \$

■ קבוצת קרסו: קסלמן – 500 מ' \$, שמואל קנדל (ז"ל) 200-250 מ' \$

■ איקאה: קסלמן - 22 מ' \$, זיו-האפט - 10 מ' \$

■ פלאפון: דויטשה בנק - 1.0-1.2 מיליארד \$, לאחר 4 חודשים

46% פחות

■ כי"ל (בהפרטה): שווי א': 900 מיליון \$ שווי ב': 1.4 מיליארד \$

■ מירס: טריגר – 1.0-1.25 מ' ש"ח, דויד סלומון – 0.5 מ' ש"ח





הגדרת השווי

השווי הכלכלי של כל נכס הינו הערך הנוכחי הנקי של תזרים המזומנים הפנוי העתידי שניתן להפיק ממנו (אקסיומה)

מגבלות הערכת השווי

- ✓ מתבססת על תחזיות (=נבואות) - מאז חורבן בית שני ניתנה הנבואה...
- ✓ סובייקטיבית - מהווה למעשה הבעת דעתו המקצועית של המערך
- ✓ אינה מדע מדויק, קיימים לעיתים הבדלים מהותיים בין ההערכות
- ✓ עשויה להשתנות עקב שינויים בשוק, רגולציה, תחרות וכד'
- ✓ נכונה למועד הכנתה בלבד



שיטות עיקריות להערכת השווי

א. גישת ההכנסה: הוון תזרים המזומנים העתידי הפנוי

(DCF)

ב. גישת ההשוואה לשוק א': שיטת ה"מכפילים" (כמו:

רווח תפעולי, EBITDA)

ג. גישת ההשוואה לשוק ב': השוואה לנתוני עסקאות

שנערכו בחברות דומות

ד. גישת העלות: ערך נכסי נקי

ה. מודלים לתמחור אופציות



שווי הפעילות מול שווי המניות ("החברה")

➤ שווי הפעילות (EV) = שווי נכסי העסק

➤ שווי ההון העצמי = שווי הפעילות פחות

החוב נטו

אבחנה נוספת בין "שווי פעילות הליבה" לבין:

נכסים "עודפים"/התחייבויות "עודפות"

(כמו: נדל"ן להשקעה, מלאי עודף, חוב חריג של לקוח או לספק,

ערך נכס במיקום מועדף, ועוד)





שלבים עיקריים בהערכת החברה

השוק והסביבה העסקית

- היקף השוק והמגמות בו
- פילוח השוק
- מגמות בפרמטרים קריטיים
- ניתוח התחרות והמתחרים
- חסמי כניסה ויציאה
- רגולציה והשפעות מאקרו

החברה עצמה

- ניתוח מערכי היצור
- ניתוח מבנה ארגוני
- בחינת הטכנולוגיה
- ניתוח לקוחות וצינורות שווק
- ניתוח דוחות כספיים
- הערכת איכות הניהול
- התאמת נתוני חברות פרטיות

בניית SWOT



הוון תזרים המזומנים העתידי הפנוי (DCF)

תחזית דוח רווח והפסד ותחזית תזרים מזומנים

אומדן שווי תפעולי

- ✓ בניית תחזית דוחות רווח והפסד (לאחר מס)
- ✓ בניית תזרים המזומנים התפעולי החופשי העתידי מהוון
- ✓ הנ"ל כולל: תחזית רווח נקי, ועוד פחת, פחות השקעות ברכוש קבוע
- ✓ פחות השקעות בהון חוזר (משפיע מאד על חברות בהתרחבות)
- ✓ הוון התחזית באמצעות שיעור ההיוון שנאמד
- ✓ ועוד הערך השאריתי של החברה בסוף התקופה (בד"כ עפ"י מודל גורדון)
- ✓ ועוד נכסים "עודפים", פחות התחייבויות "עודפות"

אומדן שווי החברה (ההון העצמי)

- ✓ פחות עודף חוב על מזומנים (וההפך)

הערה: (הערכת פעילות ברכישה ללא הון חוזר דורשת יצירת הון חוזר)



הוון תזרים המזומנים העתידי הפנוי (DCF)

מקדם ההוון

□ מקדם ההוון מחושב עפ"י ממוצע משוקלל של עלויות מקורות המימון בניכוי מגן המס (WACC)

□ שקלול בשיעור מינוף: לפי נתוני חברות דומות או הענף (התאוריה דנה בתהליך איטרטיבי, הספרות ממליצה על נתוני הענף)

□ מחיר ההוון של הפירמה נקבע בד"כ עפ"י מודל CAPM:

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

להלן דוגמא:





דוגמה לחישוב שיעור הוון

70% = שווי ההון העצמי

30% = היקף החוב

5.3% = שער הריבית להלוואות בניכוי המס (7% פחות 25%)

18% = מחיר ההון העצמי

WACC = מחיר ההון המשוקלל

$$WACC=70%*18%+30%*5.3%=14.2%$$





הסברים ומקורות

- $RF =$ מחיר הון חסר סיכון, תשואה לפדיון אג"ח ממשלתי לז"א
 - $RM =$ שיעור תשואה ריאלי בשוק ההון לז"א (מדד ת"א 35, דמודרן)
 - $RM - RF =$ פרמיית הסיכון, ניתנת לאומדן עפ"י דמודרן
 - $\beta =$ בטא = מקדם הקשר בין המניה לבין תיק השוק
 - β : עפ"י חישוב, עפ"י נתוני חברות דומות, עפ"י מקדם ענפי- דמודרן
- סוגיה: האם נתונים שוק ההון האמריקאי, למשל, מתאימים לארץ?



הסברים ומקורות

A = פרמיות

- פרמיית אי סחירות (DLOM) * :
 - Restricted Stock Studies – 13%-36% (הטווח מתאים גם למחקרים אחרים)
 - Pre-Ipo Studies – 42%-60% (בעיה – הפער עלול לייצג הטבות)
 - Floating Costs Model
 - מודל FINNERTY – בתלות בתקופת החסימה וסטיית התקן של מניית החברה (1.2%-32.2%)
- פרמיית קוטן: IBBOTSON – לכל היותר 6.4%-12.1% (מתאים לשוק ההון בארץ?)
- פרמיית איש מפתח: 0%-15%
- פרמיית שליטה ומיעוט (לא משפיעה על השווי הכולל. השימוש – בהערכה עצמה):
 - רון ברק, בני לאוטרבך (2007) (30%)
 - סוארי-אלונה בר און (6%-22%)
 - תיקון 16 מקטין את הפרמיה. (עסקת מכתשים כימצ'ינה – 5.3%-9.4% סופי)

שיעורי הוון

דוגמאות לשיעורי הוון לאחר מס	
9.4%	אחסון וניפוק דלק (100 מ')
15.2%	טסנת בריטניה
11.9%	חשבים מידע עסקי (30 מ')
12%	יחידת המערכות טלדור (300 מ')
9.5%	שופרסל (בספרי דסק"ש)
10.7%	קרגל אריזות גמישות (110 מ')
11%	טבע אלטמן (ויטמינים, שווי 120 מ')
מכפיל 9.3	מוצרי מטרנה (עבור אסם)
15.5%	מגזר טכנולוגיות מידע -חילן



שיעורי הוון

דוגמאות לשיעורי הוון לאחר מס	
11%	אייס אוטו דיפו
9.5% ,10%	נייר חדרה, חוגלה
21.2%-18.2%	תאת טכנולוגיות, 3 חברות
12.7%	יצור גלמי פלסטיק בטמפו
18.5%-14.2%	ראש טוב (תוכנת תיקים רפואיים)
10%	שדה סולארי בספרד
16%	מדי מים – ורד (גאון אחזקות)
14%-13%	שווי פעילות רודמקו (תבואה)



Start Up דוגמה: מקדמי היוון להערכת חברות

בתחומי טכנולוגיה מתקדמת בשיטת VCM



שיעור היוון המשמשים קרנות הון סיכון
באומדן שווי חברות (VC Method)

טווח שיעור ההיוון	שלב
מעל 80%	Seed
70-50	Start-Up
60-40	First Stage
50-35	Second Stage
50-35	Third Stage
40-30	Fourth Stage
30-20	IPO



אומדן השווי השאריתי עפ"י "מודל גורדון"

מטרתו של "מודל גורדון" הינה לאמוד את שווי החברה לאחר תקופת התחזית

$$P = D * \frac{(1+G)}{(K - G)}$$

P = שווי החברה

D = דיוידנד קבוע (או – תזרים יציב עתידי צפוי עפ"י שנת התחזית האחרונה)

K = שיעור ההיוון שנקבע

G = שיעור צמיחה "שאריתי"

לשיעור הצמיחה ה"שאריתי" השפעה ניכרת על השווי. מקובל שיעור ממוצע של

1.0%-2.0% (בד"כ לפי שיעור גידול האוכלוסייה לטווח"א. בישראל – 1.5%)





שיטת ה"מכפילים"

מכפילים מקובלים:

- מכפיל EBITDA
- מכפיל רווח תפעולי (לעיתים גם מכפיל מכירות)
- בסיס תפעולי: שווי למנוי או למשתמש וכד'
- ❖ יתרונות השיטה: מהירה, מתבססת על נתוני שוק 'אמיתיים'
- ❖ מגבלות השיטה:
 - אינה מביאה לידי ביטוי שינויים צפויים באופי הפעילות וצמיחה
 - פערים בין רווח חשבונאי לתזרים
 - נדרש טיפול באלמנטים חד פעמיים בדוח רווח והפסד
 - התבססות יתר על השנה האחרונה
 - נדרש מדגם גדול לצורך יישום
 - אינה מקובלת ברשות ני"ע ולפי ה- IFRS



דוגמה לשיטת המכפילים - חברה א' - פלסטיקה



גזירת השווי של חברה א' לפי מכפילי חברות ציבוריות

חברה א'	רימוני	פלרם	גניגר	פלסאון	פלסטו שק	מרחב	ניסקו	
188	1,817	39,914	1,639	115,980	5,774	17,513	915	מזומנים ושווי מזומנים
2,393	2,246	187,990	77,379	225,132	62,706	109	61,206	התחייבויות נושאות ריבית
	81,120	359,951	90,587	434,441	118,022	182,506	48,074	הון עצמי
20,994	96,200	969,434	266,644	748,741	269,892	247,885	234,096	מכירות
	28,559	245,869	56,563	325,199	60,172	63,698	73,606	רווח גולמי
1,744	19,855	45,526	20,344	110,800	22,038	25,267	25,871	EBITDA
1,059	18,078	18,553	11,346	76,146	19,013	15,927	23,621	רווח נקי
	167,529	353,413	151,766	991,078	131,993	324,334	108,690	שווי שוק
ממוצע	167,958	501,489	227,506	1,100,230	188,925	306,930	168,981	שווי תפעולי
1.04	1.75	0.52	0.85	1.47	0.70	1.24	0.72	מכפיל מכירות
9.69	8.46	11.02	11.18	9.93	8.57	12.15	6.53	מכפיל EBITDA

שווי חברה א' על פי מכפילים

	19,319	שווי ממוצע
30%	<u>5,796</u>	הפחתה בגין אי-סחירות
	13,523	שווי לאחר הפחתה בגין אי-סחירות
	<u>2,205</u>	הפחתת התחייבויות החברה נטו
	11,318	סה"כ שווי נגזר חברה א'

ממוצע	
21,732	על פי מכפיל מכירות
16,906	על פי מכפיל EBITDA

נעשה שימוש בשווי תפעולי



הערכה לפי שווי נכסי נקי

שווי הנכסים פחות ההתחייבויות

- שווי הנכסים – לפי ערכי שוק (נדל"ן, ציוד ומכונות וכד')
- שווי הנכסים – בניכוי המס המתחייב (מס שבח, מס רווחי הון)
- השיטה אינה מביאה בחשבון מוניטין או קניין רוחני
- השיטה מעריכה תיק נכסים ולא פעילות
- מתייחסת להיסטוריה ולא לעתיד

מתי מעריכים לפי שווי נכסי נקי

- ה"עסק אינו חי" ואין כדאיות להחיותו (בפרוק)
- שווי התזרים הפנוי העתידי המהוון נמוך משווי הנכסים





פסיקה בעניין השיטה הנכונה להערכת שווי

- פסק דין של בית המשפט העליון בתביעת דן עצמון כנגד בנה"פ ובנק משכן.
- רקע: בנ"פ פרסם הצעת רכש ליתרת מניות בנק משכן בידי הציבור.
- המערער רצה להכיר בתביעתו כייצוגית ונדחה במחוזי.
- הוגשו 3 חוו"ד: מטעם התובע היוון ב- 4% (מביא לשווי גבוה במיוחד).
- פסיקת כב' השופט יורם דנציגר (6/2009):
- שווי השוק של המניות אינו מהווה ראייה מכרעת לשוויין האמיתי. כפי שקבעו בתי המשפט של דלוור, אף אני סבור, כי שיטת DCF היא השיטה הראויה להערכת שוויין של מניות במסגרת סעד ההערכה.
- שיטה זו לטעמי היא הראויה מבין השיטות.
- השימוש במודל של DCF כשלעצמו איננו בגדר מרשם קסמים להערכה נכונה, משום שהשאלה האמיתית היא מה הנתונים החזויים המוכנסים למודל.
- על פי הערכת שווי המניות בהתאם לשיטת DCF, שווי המניות שהוצע בהצעת הרכש היה הוגן.



פסיקה נוספת בעניין השיטה הנכונה להערכת שווי

- פסק דין נוסף של בית המשפט העליון בהצעות רכש מלאות :
- רכישת מניות חברת נאות אביב בע"מ וקניאל תעשיות בע"מ מהציבור.
- רכישת מניות חברת קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ.
- נטען כי מחיר הרכישה (הכפוייה) לפי המחיר בבורסה נמוך ואינו משקף.
- פסיקת כב' השופט יורם דנציגר (8/2012):
- אין לקבוע חזקה בדבר הוגנות המחיר בהתבסס על הסכמת הרוב (המוסדי).
- הערכת מניות המיעוט על פי שווי השוק תוביל להערכת חסר של המניות.
- על ההערכה להיעשות לפי השווי הפנימי (להבדיל משווי סחיר למשל),
- כ"עסק חי" ולמועד הגשת הצעת הרכש ולפי שיטת ה- DCF. שיטת ה"שווי הנכסי" אינה מקובלת למעט במקרים של עסק בפרוק.
- בית המשפט ער לחסרונות השיטה, לאפשרויות ההטיה כתוצאה מבחירת המשתנים השונים.
- אם מתקיימת עסקה מהותית במניות החברה – ההערכה לפי שווי העסקה - גוברת.



פסיקה נוספת בעניין השיטה הנכונה להערכת שווי

סוגיה:

- במקרה של הצעת רכש לציבור בד"כ רוכשים מניות מיעוט.
- האם לפיכך רכישת המניות מיעוט תיעשה במחיר זהה למניות שליטה?
- דנציגר אינו עוסק בכך ומותיר זאת כ"מצריך עיון".
- כב' המשנה לנשיא – ריבלין – ציין בחוות דעת אחרת כי
- הערכת מניות הרוב והמיעוט כזהות, אינה עולה בקנה אחד עם דיני הצעת הרכש.
- בפסק הדין הוא חוזר על האבחנה בין שווי מיעוט לשווי שליטה.
- כמו כן הוא בדעה כי השיטה הנכונה להערכת חברות הינה שיטת "שווי השוק הממוצע" (בחצי השנה הקודמת).





מגבלות שיטת ה- DCF

- רגישות גבוהה להנחות המודל (הכנסות, רווחיות, הוון, צמיחה)
- מושפעת מהערכות ותחזיות ההנהלה

תוצאות מחקר – אלנתן, האזור ואח' 12/2003 רשות ני"ע

- נבדקו 44 הערכות שווי ב-DCF, גבוהות בממוצע ב- 29% מהשוק
- הפער גבוה יותר ככל ששיעור השליטה גבוה יותר
- השוואת התחזיות אל הביצוע בפועל:

- שנה 1 – הביצוע מהווה בממוצע 50% מהתחזית
- שנים 2-5: בפועל תזרים שלילי, בתחזית – חיובי וגדל
- סיכום: השווי על בסיס תזרים בפועל נמוך ב- 50% מהשווי

המוערך





בעיות בהערכות שווי – דוגמאות

דוגמאות לבעייתיות הערכות השווי	
הוערכה בכ- 600 מ' ש והתמוטטה לאחר פחות משנה	אגרקסקו
הוערכה בכ- 300 מ' ש והתמוטטה לאחר שישה חודשים	רמט בניה
הוערכה ע"י סוארי בכ- 49 מ' \$, בפועל הוזרמו מעל לכ- 200 מ' ש, הפסדים במקום צפי רווחים	ישראייר - גדנן
הרווח יגדל לכ- 1.3 מיליארד עד 2013: בפועל – צניחה ברווח של 30%, הפחתת דרוג	פרטנר – הערכה לחלוקת דיוידנד
אי הפחתת מוניטין ברכישה ע"י כלל פיננסים: התערבות הרשות בדרישה לשינוי בשיעור הוון ובתחזית אשר גרמו להפחתה ניכרת	אילנות דיסקונט



נקודות לתשומת לב בהערכות ב- DCF



התוצאות רגישות בד"כ לבחירת מקדם ההוון

התוצאות רגישות בד"כ להנחות על שיעור הצמיחה השאריתי

סיכון עסקי מתלות בלקוח גדול

סיכון עסקי מכניסת מתחרה

סיכון עסקי מכניסת טכנולוגיות מתחרות

השפעות משינויים רגולטוריים (דיוור מוגן למשל)

התאמת נתוני חברה פרטית (שכר ראוי, הוצאות)

תביעות תלויות, ערבויות שניתנו



האם מחירי הבורסה ("השוק") משקפים

שווי כלכלי?

- הערכות שווי הינן לטווח ארוך
- השווי בבורסה הינו לטווח הקצר
- מחיר הבורסה אינו כולל פרמיית שליטה
- מחיר הבורסה אינו משקף סנרגיה
- מחירי השוק אינם כוללים מידע הקיים בידי בעלי השליטה
- למשקיעים יש פערי מיסוי ומחירי הון שונים
- מחזורי מסחר נמוכים שאינם מייצגים ערך אמיתי
- מחזורי מסחר תנודתיים מדי





דוגמאות

- טמפו רוכשת את יקבי ברקן ב- 49% מעל מחיר השוק
- מי עדן נמכרת לדנונה פי 2 מעל השוק
- הערכת שווי פרטנר – ברנע - 49% מעל שווי השוק
- כרמל אולפינים (עברה לבז"ן כנגד מניות) סוארי – כפול מהשוק
- דלק רוכשת שליטה בכהן פיתוח בפרמיה של 46% מעל השוק
- מעברות רוכשת את אלטמן לפי מכפיל גבוה של 14 (סינרגיה)
- מחיר כלל בהצעת אידיבי-לבנת גבוה ב- 45% מעל מחיר השוק
- ערך הבנק הבינלאומי בספרי דיסקונט גבוה בכ- 45% מהשווי הסחיר





בעיות בהערכות שווי

- ❖ תלות המעריך במוערך / במזמין חוות הדעת
- ❖ "מעורבות יתר" של נושאי משרה בחברה בהערכת השווי
- ❖ הסתמכות על נתונים חלקיים
- ❖ הסתמכות על תחזית הנהלה
- ❖ תחזית אופטימית מדי / פסימית מדי
- ❖ קושי בהערכת מגמות השוק ולכן תחזית מכירות בעייתית
- ❖ שיעור היוון נמוך מדי / גבוה מדי
- ❖ משקל גבוה מדי לשייר





איך להתמודד עם מגבלות אלו?

- בחינת המעריך: השכלתו, ניסיונו
- בדיקת מידת התלות של המעריך במוערך / במזמין חו"ד
- בחינת הנחות העבודה: סבירות, מידת התאמה וכד'
- בחינת רגישות התוצאה לשינויים בפרמטרים
- הערכה על פי מספר שיטות
- האם התוצאות עומדות במבחן סבירות?
- להזמין בדיקת הוגנות (Fairness Opinion) מגורם בלתי תלוי



אורי וולף יעוץ כלכלי ופיננסי בע"מ

תוצרה פרה !!!

אורי וולף יעוץ כלכלי ופיננסי בע"מ

www.uriwolf.co.il 03-6114290

