

חוות דעת הוגנות
וסבירות להערכת שווי

רועי פולניצר

ראש תחום הערכות שווי

מבוא

- כאשר באים לבחון סבירות של הערכת שווי, יש לבצע, בין היתר, בחינה למהימנות הטכנית של המודל וכן להנחות אשר על בסיסן קבע מעריך השווי החיצוני את שווי החברה.

בחינה טכנית של המודל

- במסגרת הבחינה הטכנית של מודל הערכת השווי ועל מנת לקבוע כי כלל הנוסחאות אשר בבסיס המודל נכונות, יש להתחקות אחר הנוסחאות במודל ולשחזר את המודל במלואו, בין היתר תוך התייחסות לתחזית המכירות, עלות המכר, ההוצאות התפעוליות, הוצאות המס וכן, להתאמות בגין הון חוזר, פחת והשקעות הוניות.
- כמו כן, יש לבחון את נוסחאות ההיוון לזרמי המזומנים העתידיים.
- על סמך בדיקה זו ניתן לקבוע כי החישוב הטכני במודל תקין.

בחינת סבירות למכירות החברה

- על מנת לבחון את סבירות ההנחות בדבר מכירות החברה, יש לסקור את מבנה השוק בו פועלת החברה ובפרט את החברות המתחרות בה, לאור היצע המוצרים התחליפיים וכן לאור צפי התפתחות השוק בשנות התחזית.
- בסקירה זו, יש לקבוע למעשה האם ההנחות העומדות בבסיס תחזית המכירות הינן סבירות או לא.

בחינת סבירות עלות המכר והרווח הגולמי

- על מנת לבחון את סבירות ההנחות בדבר בשיעורי הרווח הגולמי שבהם תפעל החברה לאורך שנות התחזית, יש לבצע השוואה לשיעורי הרווח הגולמי בחברה לאורך 3 שנות הפעילות שקדמו למועד הערכת השווי וכן לשיעורי הרווח הגולמי בהם פועלות חברות דומות הפועלות בענף, שבו פועלת החברה המוערכת.
- מניתוח נתוני העבר של החברה על פני 3 שנים, ומבחינת שיעור הרווח הגולמי הממוצע במדגם של חברות דומות ניתן לקבוע האם שיעורי הרווח הגולמי אשר עליהם מתבסס המודל הינם סבירים או לא.

בחינת סבירות שיעורי ההוצאות התפעוליות

- על מנת לבחון את סבירות שיעורי ההוצאות התפעוליות, כפי שנאמדו במודל לאורך שנות התחזית, יש לנתח את ההוצאות התפעוליות של החברה לאורך 3 שנות הפעילות שקדמו למועד הערכת השווי ולסקור את ההוצאות התפעוליות כפי שעולה מנתונין הכספיים של מדגם חברות הפועלות בענף שבו פועלת החברה המוערכת, הן בהיבט שיעור ההוצאה מתוך סך ההכנסות השנתיות והן בהיבט הרכב ההוצאה ושיעור הגמישות ביחס לסך המכירות.
- מניתוח נתוני העבר של החברה על פני 3 שנים, ומבחינת שיעור ההוצאות התפעוליות הממוצע במדגם של חברות דומות ניתן לקבוע האם שיעורי ההוצאות התפעוליות אשר עליהם מתבסס המודל הינם סבירים או לא.

בחינת סבירות שיעור הרווחיות התפעולית

- על מנת לבחון את סבירות שיעורי הרווחיות התפעולית, כפי שנאמדו במודל לאורך שנות התחזית, יש לסקור את תוצאותיה הכספיים של החברה ל- 3 השנים שקדמו למועד הערכת השווי וכן את שיעורי הרווחיות התפעולית שבהם פועלות חברות דומות בענף שבו פועלת החברה המוערכת.
- מניתוח נתוני העבר של החברה על פני 3 שנים, ומבחינת שיעור הרווחיות התפעולית הממוצע במדגם של חברות דומות ניתן לקבוע האם שיעורי הרווחיות התפעולית אשר עליהם מתבסס המודל הינם סבירים או לא.

בחינת סבירות שיעור המינוף

- על מנת לבחון את סבירות שיעור המינוף המשמש לקביעת שיעור ההיוון המשוקלל, יש לבחון את מבנה ההון של החברה לאורך 3 השנים שקדמו למועד הערכת השווי ואת מבנה ההון של מדגם חברות דומות בענף שבו פועלת החברה המוערכת.
- מניתוח נתוני העבר של החברה על פני 3 שנים, ומבחינת שיעור המינוף הממוצע במדגם של חברות דומות ניתן לקבוע האם שיעור המינוף אשר שימש בקביעת שיעור ההיוון המשוקלל הינו סביר או לא.

בחינת סבירות שיעור הריבית חסרת הסיכון

- על מנת לבחון האם הריבית חסרת הסיכון המשמשת לקביעת שיעור ההיוון המשוקלל מתאימה או לא, יש לנתח את תוצאותיה הכספיים של החברה לאורך 3 השנים שקדמו למועד הערכת השווי ולבדוק מהו האחוז ממכירות החברה אשר מקורן בחו"ל.

בחינת סבירות למחיר החוב הנורמטיבי של החברה

- על מנת לבחון האם מחיר החוב הנורמטיבי המשמש לקביעת שיעור ההיוון המשוקלל סביר או לא, יש לקבל ציטוט בדבר מחיר חוב ספציפי המשוחרר מכל שעבוד ובטוחה של החברה, או להשתמש בדירוגה הפומבי (Public Credit Rating) לצורך בחינת מחיר החוב הנורמטיבי של החברה המשוחרר מכל שעבוד ובטוחה של החברה הנגזר מעקום התשואות המתאים לדירוגה הפומבי של החברה, למועד הערכת השווי ולמשך חיים ממוצע (מח"מ, Duration) של 10 שנים.

בחינת סבירות למחיר החוב הנורמטיבי של החברה

- בהיעדר נתונים לגבי מחיר חוב ספציפי של החברה ו/או דירוגה הפומבי יש לאסוף נתונים בדבר מכשירי חוב של חברות הדומות במאפייניהן לחברה המוערכת, במידה הנדרשת לצורך אמידת מדגם מייצג מהימן - יש לבחון את דוחותיה המבוקרים של החברה המוערכת ומאפייני פעילותה, ומחיר החוב הנורמטיבי שלה על בסיס מודלים לדירוג סינטטי (Synthetic Credit Rating).
- לצורך בדיקת סבירות אינדיקטיבית, יש לבחון את סבירות מחיר החוב אשר נאמד בהערכת השווי ביחס לחברות מדגם, בעלות חוב מונפק, אשר דומות ככל הניתן במאפייניהן לחברה, על בסיס הפרמטרים הבאים: D/E, Altman Z-score, Straight bond YTM ו- Time to Expiration.

בחינת סבירות חישוב חבות המס ונכס המס

- על מנת לבחון את סבירות חישוב חבות המס ונכס המס יש לבדוק האם תשלומי המס החלים על החברה נכון למועד הערכת השווי, הינם בהתאם לשיעורי הרווחיות בה פועלת החברה.
- במידה ולחברה הפסדים צבורים העולים על חבות המס בשנות התחזית, יש לחשב את נכס מס בגין הפסדים אלו.
- לבסוף יש לבחון האם מבחינת ההפסדים הצבורים בחברה לרבות הרווח החייב במס ואופן ניצול ההפסדים הצבורים בגינם, נכס המס הינו סביר או לא.

רועי פולניצר

ראש תחום הערכות שווי

roip@raveh-ravid.co.il

רווה, רביד ושות' – רואי חשבון

www.raveh-ravid.co.il