הערכת שווי פעילויות עסקיות

מאת: יעקב אשד

כללי

הערכת שווי, מבחינה טהורה, הינה פעולה של הצבת ערך או שווי לנכס או התחייבות. אנליסטים של מניות קובעים שווי למניות בהתבסס על תחזית הרווחים שלהן, שווי השוק שלהן, ומשתנים כלכליים אחרים. על פי רוב, קל יותר להעריך את שוויין של חברות ציבוריות מאשר של חברות פרטיות בשל הבדל בזמינות הנתונים לטובת הציבוריות. הפרקטיקה של אמידת שווי, הנחשבת לקומבינציה של מדע ואומנות, עשויה להיות קשה יותר עבור: חברות פרטיות, חברות הזנק עם סוגי מניות שונים, עסקות מורכבות של רכישה ,מיזוג, ועסקות בתנאי לחץ.

הספרות המקצועית והפרקטיקה הנוהגת, מציעה שלוש גישות הנפוצות ביותר המשמשות להערכת שווי פעילויות עסקיות הן גישת ההכנסות, גישת השוק וגישת הנכס. בגישת ההכנסה, אנו חוזים את תזרימי המזומנים העתידיים של החברה (בדרך כלל הנהלת החברה המזמינה מציגה תחזית המעריך השווי בודק את סבירותה) את תזרים המזומנים העתידי מהוונים על פי שיעור הממוצע של עלות ההון הראוי לצורך קביעת ערכם הנוכחי (WACC). לעלות ההון או לשיעור הניכיון, המשמשים במכנה עשויה להיות השפעה דרמטית על השווי האולטימטיבי של הפעילות העסקית.
גישת השוק להערכת שווי משתמשת בניתוח יחסים פיננסיים ונתונים סטטיסטיים מובילים (סטיית תקן וביטא) של חברות השוואה דומות לקביעת שווי.

לבסוף, גישת הנכס דורשת שיערוך מקיף של כלל נכסיה והתחייבויותיה של החברה, המוחשיים והבלתי מוחשיים כאחד.

הכנה

קביעת שווייה של פעילות עסקית כלשהי הינה תהליך מורכב כאשר ההכנה דורשת תשומת לב ממש כמו הניתוח בפועל. בטרם בחינת הדוחות הכספיים ואמידת גורמי הסיכון של החברה, יש להקדיש זמן רב בבניית מפת דרכים לתהליך הערכת השווי.

לפני שנדון בשלוש הגישות להערכת שווי פעילויות עסקיות, נדון תחילה בתהליך ההחלטות המספק כיוון לתהליך הערכת השווי. הכללים המנחים וההגדרות הבאים נועדו לשרת כקו מנחה, הפרטים והפרוצדורות עשויים להשתנות בקרב ארגונים שונים המסמיכים פרקטיקנים בתחום הערכות השווי.

Office: +972.3. 952.5953 ■ Cell: +972.54. 455.5304 ■ www.tesuot.co.il ■ jacob@tesuot.co.il

הגדרת השווי (Standard of Value)

קביעת שווייה של פעילות עסקית כלשהי נדרשת כאשר אין למניות מחיר מצוטט או שהמחיר המצוטט אינו רלוונטי כי הסחירות במניה דלילה ומחיר הבורסה אינו משקף ערך כלכלי נכון. הגישה להערכת השווי איננה כה ישירה ופשוטה. הגישה לשווי יכולה להיות שונה במצבים שונים של הפעילות העסקית המוערכת. לכן, גובשו גישות שונות להערכת השווי במתאימות למצבים השונים. הבחירה הראשונה שיש לעשות כאשר ניגשים לביצוע הערכת שווי כלשהי הינה קביעת גישת השווי הראויה עבור המצב הספציפי הנדון. הבעיה היא, שלא תמיד יש הגדרות לכל מצב בו נדרשת הערכת שווי.

הגדרות וקווים מנחים

קיימות מספר גישות רלוונטיות להערכות שווי, מעריכי השווי צריכים להתאים את הגישה הנכונה בכל מקרה ספציפי היינו, חשוב לבחור את הגישה הנכונה בהתבסס על העובדות והנסיבות של ההתקשרות או הפרויקט.

***שווי שוק הוגן* (Fair Market Value)** מוגדר על ידי החלטה מקדמית 59-60 (Revenue Ruling) של ה- IRS (רשות המס האמריקאית) כ- ״...המחיר שבו רכוש יחליף ידיים בין קונה מרצון ומוכר מרצון כאשר הראשון אינו תחת לחץ לקנות והאחרון אינו תחת לחץ למכור, ולשני הצדדים יש ידע סביר לגבי העובדות הרלוונטיות״.

***שווי הוגן* (Fair Value)**, בהקשר הסטטוטרי של הגדרת השווי, מקובל על פי רוב בהערכת שווי זכויות בעלי מניות. הגדרת השווי ההוגן משתנה ממדינה למדינה ואין כל קונצנזוס ברור לגבי אלמנטים מסוימים של שווי הוגן. במדינות בארה״ב חוק ה- Model Business Corporation ההגדרה של שווי הוגן פירושה ״שוויין של מניות התאגיד הנקבע (i) רגע לפני שפעילות התאגיד משתנה בהתאם למטרות בעל המניות, (ii) באמצעות מונחים וטכניקות מקובלים להערכת שווי...,, ו- (iii) מבלי לבצע ניכיון בגין היעדר סחירות או בגין אחזקת מיעוט...״.

במקרים של דיווח כספי מוגדר המוסד לתקינה חשבונאית בינלאומית (IASB) החילה את תקן דיווח כספי בינלאומי מספר 13 (IFRS 13 - Fair Value Measurement) המגדיר שווי הוגן כ- ״המחיר שיתקבל כדי למכור נכס, או שישולם כדי להעביר התחייבות, בעסקה סדירה בין משתתפי שוק במועד המדידה״.

***שווי השקעה* (Investment Value)** הינו השווי למשקיע ספציפי בהתבסס על דרישות וציפיות השקעה אינדיבידואליות (ראה דוגמאות להלן).

שווי פנקסני **(Book Value)** ביחס לפעילות עסקית כלשהי הינו ההפרש בין סך הנכסים (מנוכים מפחת אזילה והפחתות מצטברים) וסך ההתחייבויות המופיעים במאזן (שם נרדף ל"הון המשוייך לבעלי המניות של החברה"). באשר לנכס ספציפי כלשהו, השווי הפנקסני הינו העלות המהוונת בניכוי פחת והפחתות מצטברים כפי שהם משתקפים בספרי הפעילות העסקית.

שווי פנימי **(Intrinsic Value)** הינו השווי שמשקיע כלשהו מביא מניח, בהתבסס על הערכה או עובדות זמינות, כשווי "הנכון" או "האמיתי" שיהפוך לשווי השוק כאשר משקיעים אחרות יגיעו לאותה מסקנה.

שווי עסק חי **(Going Concern Value)** הינו השווי של פעילות עסקית כלשהי, אשר מצופה ממנה כי תמשיך לפעול בעתיד. אלמנט הנכסים הבלתי מוחשיים של שווי עסק חי נובע מגורמים כגון: כוח אדם מיומן, מפעל, רישיונות תקפים, מערכות פועלות ופרוצדורות תקינות.

שווי הנזלה **(Liquidation Value)** הינו הסכום נטו שיתקבל אם הפעילות העסקית תחוסל והנכסים ימכרו טיפין-טיפין. הנזלה יכולה להיות "מרצון" או "כפויה".

שווי בדעיכה*-הינו שווי הפעילות של חברה הנמצאת בדעיכה מפעילים אותה עד למועד בו מסתיימים הפרויקטים הקיימים ואז ממשים את הרכוש הקבוע.*

שווי על פי עסקה אחרונה- קביעת השווי של הפעילות העסקית לפי אומדן יחסי שנגזר מהעסקה האחרונה שנעשתה ברכישת חלקים מהפעילות העסקית (הנפקת מניות או עסקה במניות) משתמשים בטכניקה זו בדרך כלל כאשר העסקה האחרונה בוצעה בפער זמנים קטן לפני הערכת השווי.

שווי שוק הוגן הינו הגדרת השווי המשמשת בחלק גדול מהערכות השווי; הגדרת שווי זו מניחה כי החברה המוערכת הינה עסק חי. שווי עסק חי ושווי הנזלה הינם מונחים שמתפזרים מעבר ל"הגדרת השווי" אל מה שנקרא "הנחת בסיס השווי" (Premise of Value). הנחת בסיס השווי הינה בחירה בין הערכת שווי החברה כיישות עסק חי או ככזו הניצבת בפני הנזלה. לעיתים, חברה כלשהי עשויה להיות מוערכת תחת הנחת עסק חי רק על מנת לגלות שהעסק שווה יותר אם יונזל. זהו מידע שצריך להיות מצוין בדוח הערכת השווי, והוא הסיבה מדוע זה הכרחי למצות את כל האפשרויות הסבירות כאשר מבצעים ניתוח על חברה כלשהי.

מדי פעם מזמן השוק מצבים מיוחדים שאינם נכללים בכל ההגדרות לעיל. כגון עסקה בין שני בעלי מניות אשר אינם רוצים להמשיך ולפעול יחד, נוצר מצב של עסקת BMBY. בעסקה כזו צד אחד מציע מחיר והצד השני מגיב על המחיר בקביעה אם הוא מוכר או קונה במחיר הזה. נניח שאחד הצדדים פונה למעריך שווי שיסיע לו באסטרטגיה של ההתמודדות עם הצד השני. הערכת השווי צריכה להתחשב בהעדפותיו של המזמין (למכור או לקנות) בסיבות לנתק בין השותפים, ומצבם הפיננסי. זו עבודה מתוחכמת יותר הדורשת מיומנות רבה ממעריך השווי ואין לה הרבה קשר להגדרות הקלאסיות של שיטות הערכת השווי.

מקרה אחר לקוח פונה אליך כיוון שהוא מוכרח למכור אחזקה מסוימת מסיבות של רגולציה או מסיבות כלכליות משך הזמן שיש לו לביצוע המכירה מוגבל. לפיכך הוא מבקש את עזרתו של מעריך שווי שיציג לו את השווי האפקטיבי על פי אפשרויות המכירה בטווח הזמן הרלוונטי מכאן ברור שהערכת שווי זו אינה עונה על אף אחד מההגדרות הקלאסיות של הערכת השווי.

דוגמה שלישית היא הערכת שווי המוזמנת ע"י שתי חברות שמתכוונות להתמזג. המקרה זה מה שחשוב הוא יחס השווי בין החברות ולא השווי המוחלט של כל אחת מהן. מאחר שבמיזוגים יש גם סינרגיה, לא תמיד השווי המאוחד בין שתי החברות (שהוערכו בנפרד) מתאים השווי של שתיהן לאחר המיזוג. בדרך כלל אין להתייחס לשווי של חברה שנקבע לצורך מיזוג כאל שווי הוגן. הדוגמאות למצבים כאלה הן רבות ואינן נדירות, אלא יכולות להוות נתח משמעותי של העבודות הנדרשות ממעריך השווי טוב יעשה מעריך השווי אם ילמד את המקרים המיוחדים הללו שבוודאי יקרו בדרכו.

זכות בעלות

על מנת ליישם באופן מדויק את הנתונים והנוסחאות הנכונים בגישה להערכת השווי, על הפרקטיקן לדעת מהי זכות הבעלות המוערכת. קיימים שני המונחים נפוצים ביותר המשמשים לתיאור זכות הבעלות הן "שליטה" ו- "מיעוט". לבעל השליטה בחברה יש את היכולת לנווט את ניהול ומדיניות החברה. זכות בפעילות עסקית של למעלה מ- 50 אחוז נחשבת לזכות שליטה. על פי רוב, בעלים שלו זכות שליטה יכול להשפיע הן על הון החברה והן על החוב שלה. גם בעלות של פחות מ- 50 אחוז בחברה יכולה להעניק שליטה אם יתר בעלי המניות מפוזרים ואינם מאוגדים. הסיכון הוא שבעלי מניות המיעוט המפוזרים יתאחדו ויגיעו לאחזקה גדולה יותר מהקבוצה השלטת, אירוע די שגרתי בחברות סחירות בעולם.

מועד ההערכה

החלטה מקדמית 60-59 של ה- IRS שינתה את האופן שבו שוויין של פעילויות עסקיות מוערך והינה אבן היסוד של תהליך הערכת השווי. החלטה מקדמית 60-59 של ה- IRS קובעת, בין היתר, כי תהליך הערכת השווי הינו צופה פני עתיד אך חייב להתבסס על עובדות הזמינות נכון למועד הנדרש של הערכת השווי. חלק מיישמים זאת על פי לשון החוק ומשתמשים אך ורק בנתונים הזמינים נכון למועד ההערכה הרלוונטי. אחרים טוענים כי אירועים שקרו לאחר מועד ההערכה עשויים להיחשב כרלוונטים אם ניתן היה לחזות אותם ברמה סבירה במועד הערכת השווי.

גורמים בסיסיים

יש חובה להביא בחשבון מספר גורמים רלוונטיים כאשר מעריכים את שווי השוק ההוגן של פעילות עסקית כלשהי – במיוחד כאשר מעריכים תאגיד פרטי שלבעליו יש זכויות שליטה ושלמניותיו אין ציטוט זמין. ישנם עשרה גורמים שכאלה:

1. אופיה של הפעילות העסקית וההיסטוריה שלה מאז תחילתה.
2. התחזית הכלכלית בכלל והתנאים והתחזית של הענף הספציפי בפרט. מקור ההכנסות של פעילות העסקית.
3. השווי הפנקסני של המניה והתנאים הפיננסיים של הפעילות העסקית.
4. יכולת ייצור הרווחים של החברה והתנודתיות שלהם. האם החברה היא "בזינוק", "בשלה" או "בדעיכה".
5. נזילות החברה ויכולת חלוקת הדיווידנדים של החברה.
6. מבנה הבעלות של החברה.
7. גודל החברה ביחס לענף בו החברה פעילה.
8. האם לפעילות יש אורך חיים מוגדר וסופי או אין מגבלה לאורך החיים.
9. מכירת המניות וגודל חבילת המניות (block) המוערכת (שליטה או אי שליטה).
10. מחירי השוק של מניות תאגידים באותו קו עסקים ושמניותיהן נסחרות באופן פעיל בשוק חופשי ופתוח, בין אם בבורסה ובין אם בשוק שמעבר לדלפק (OTC).

אשד רוזין
תשואות יועצים
Eshed Rozin
Tesuot
Consultants

<u>אודות מר יעקב אשד:</u>

מר אשד הינו שותף במשרד הייעוץ הכלכלי אשד רוזין תשואות יועצים. מר אשד הינו בעל ניסיון רב בתחום הערכות השווי והייעוץ הכלכלי עם ניסיון של 35 שנים כיועץ כלכלי עצמאי ובמסגרות משותפות שונות. בתחילת דרכו עבד ככלכלן במחלקת ניירות ערך **בבנק דיסקונט**, כלכלן ראשי של חטיבת הסחר בחברת **כלל סחר בע"מ**, סמנכ"ל בחברת **"שירסון כלל"**, עוזר הממונה על נושאי שוק ההון ויועץ ארגוני **בחברת כלל (ישראל) בע"מ**, **לשעבר:** דירקטור בחברת **קינג בע"מ**, דירקטור חיצוני בחברת **מדטכניקה בע"מ** ודירקטור מקצועי בחברת **מדן קבלנות כללית עפר כבישים ומחצבות בע"מ.**

מר אשד בעל תואר B.A בכלכלה ו- M.B.A במנהל עסקים עם התמחות במימון מאוניברסיטת ת"א. כמו כן, הינו מוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV), מעריך שווי מימון כמותי (QFV) ומודליסט פיננסי וכלכלי (FEM) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA). **בעברו**, שימש כמרצה ומרכז בקורס ניירות ערך ויועצי השקעות בבנק דיסקונט, כמרכז קורס ניירות ערך ביחידה ללימודי חוץ של **אוניברסיטת תל- אביב** וכמרצה לייעוץ בהשקעות **בבנקים שונים, במכללה למנהל, במכון לפריון העבודה, במרכז הישראלי לניהול, בנתיב לקידום** כמו גם בימי עיון בניירות ערך בנושאים כלכליים שונים ובפורום הבכיר לני"ע.

<u>אודות אשד רוזין תשואות יועצים:</u>

משרד הייעוץ הכלכלי אשד רוזין תשואות יועצים מתמחה במתן ייעוץ פיננסי ובמגוון רחב של הערכות שווי וחוות דעת. המשרד נעזר ביועצים מומחים כגון: מידענים, יועצי שיווק, עורכי סקרים, עיבוד נתונים וסטטיסטיקאים, יועצים הנדסיים וכדומה שונים בהתאם לצרכים הייחודיים של הפעילות העסקית המוערכת. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות, חברות פרטיות, מוסדות הפעילים בשוק ההון, מוסדות וארגונים ציבוריים, רשויות מוניציפליות וכן אנשי עסקים ומשקיעים פרטיים.