

10 בפברואר 2017

טיפ ממעריך שווי: יישום מכפילי שווי

השלב האחרון בניתוח חברות מדגם הינו יישום מכפילי השווי על החברה המוערכת. בנקודה זו, החברות הנחשבות לחברות המדגם הינן חברות הדומות במאפייניהן לפעילות החברה.

הטבלה הבאה מציגה את שווי האקוויטי (עבור 100% מהאקוויטי של החברה המוערכת) באמצעות מכפילי התמחור הנתונים לאיל ומיישמת אותם על המשתנים הפיננסיים המתאימים של החברה המוערכת (כל הסכומים הינם במיליוני דולר ארה"ב).

באופן ברור את טווח שווי האקוויטי עבור החברה המוערכת הינו די גדול – ונע בין 1.2 מיליון דולר לבין 33.7 מיליון דולר. דא עקא, טווח השוויים המבוסס על מכפילי התמחור החציוניים הינו די נמוך – ונע בין 4.2 מיליון דולר לבין 5.4 מיליון דולר.

Equity Values (\$Millions)

Company	MVIC/			MVEq/		
	Sales	EBITDA	EBIT	Pretax Income	Net Income	Book Value
Company 1	3.6	5.1	4.8	4.2	5.1	3.4
Company 2	4.2	2.5	2.6	2.3	3.1	4.5
Company 3	6.2	7.2	6.8	28.0	33.7	6.6
Company 4	5.7	4.8	5.1	4.7	5.3	4.8
Company 5	9.9	2.8	2.6	5.3	6.7	12.3
Company 6	2.6	5.0	6.2	26.8	—	1.2
Company 7	3.6	7.8	10.2	8.1	5.5	4.8
Company 8	4.2	1.9	3.4	2.8	4.0	2.3
Company 9	4.2	4.2	4.8	4.5	6.1	5.4
25th Percentile	3.6	2.8	3.4	4.2	4.8	3.4
Median	4.2	4.8	4.8	4.7	5.4	4.8
75th Percentile	5.7	5.1	6.2	8.1	6.2	5.4

עבור שווי אקוויטי המבוססים על מכפילים מבוססי שווי השוק של ההון שהושקע (MVIC), החישוב הינו כדלקמן (המכירות משמשות כאן כבסיס לחישוב):

WWW.IAVFA.ORG



רחוב נתן ברניצקי 5, ראשון לציון 7524205, ישראל

077-5070590 153-77-5070590 IAVFA1020@GMAIL.COM

$$\text{Equity Value}_{\text{Subject}} = \left[\left(\frac{\text{MVIC}}{\text{Sales}_{\text{comp}}} \times \text{Sales}_{\text{Subject}} \right) - \text{Debt}_{\text{Subject}} \right]$$

באמצעות מכפיל המכירות של חברת 1 (מהטבלה לעיל) ויישומו על המכירות של החברה המוערכת נקבל
כי:

$$\text{Equity Value}_{\text{Subject}} = 0.7 \times 5.2 - 0.0 = 3.6 \text{ (rounded)}$$

עבור שווי אקוויטי המבוססים על מכפילים מבוססי שווי השוק של האקוויטי (MVEq), החישוב הינו
כדלקמן (הרווח הנקי משמש כאן כבסיס לחישוב):

$$\text{Equity Value}_{\text{Subject}} = \frac{\text{MVEq}}{\text{Net Income}_{\text{comp}}} \times \text{Net Income}_{\text{Subject}}$$

באמצעות מכפיל המכירות של חברת 1 (מהטבלה לעיל) ויישומו על הרווח הנקי של החברה המוערכת נקבל
כי:

$$\text{Equity Value}_{\text{Subject}} = 16.9 \times 0.3 = 5.1 \text{ (rounded)}$$

מעריכי שווי משתמשים בגורמים שנדונו במאמרים הקודמים על מנת להחליט באילו מכפילי שווי
להשתמש.

הקביעה הסופית של באילו מכפילים יש להשתמש חייבת להתבסס על ההבנה של האופן שבו החברה
המוערכת משוות לחברות המדגם במונחים של הגורמים החשובים שנדונו במאמרים הקודמים (קרי,
צמיחה, גודל, וותק, רווחיות, וכו').

בעוד שיצירת טבלאות, הכוללות חישוב של מכפילי תמחור, הינה תהליך אובייקטיבי למדי, הרי שהקביעה
הסופית של השווי הינה פחות אובייקטיבית. כפי שצוין במאמרים הקודמים, השימוש בסוג ניתוח חברות
המדגם המוצג כאן אינו פוטר את מעריך השווי מלהפעיל שיקול דעת; הוא פשוט מספק מידע ממוקד יותר
שעל בסיסו ניתן לגבש דעה.



לחברה המוערכת בדוגמא האחרונה ישנם כמה מאפיינים אשר מצביעים אותה בחלק העליון של קבוצת חברות המדגם וכמה מאפיינים אשר מצביעים אותה בחלק התחתון של קבוצת חברות המדגם:

בחלק העליון:

מחזור הנכסים (יחס המכירות לסך נכסים)

מינוף (לחברה המוערכת אין שום חוב. מינוף נמוך יותר מרמז על סיכון פיננסי נמוך יותר, כאשר כל יתר המשתנים ללא שינוי)
יחס השוטף והיחס המהיר

באמצע:

שיעור הרווח הנקי

בחלק התחתון:

הגודל (בעוד שהחברה המוערכת מצויה "בחלק התחתון" עבור פרמטר הגודל, הרי שכל חברות המדגם הינן די קטנות, כך שהעובדה שהחברה המוערכת הינה די קטנה היא ככל הנראה פחות חשובה)
צמיחה היסטורית (אשר במקרה דנן שלפנינו משקפת את הצמיחה הנורמטיבית הצפויה)

בשל בעיות הגודל וצמיחה, נראה כי החברה המוערכת מצויה בחלק התחתון של קבוצת חברות המדגם, מה שמרמז על כך שמכפילי התמחור שלה צריכים להיות קרובים לאלו של חברות המדגם שבחלק התחתון של קבוצת חברות המדגם.

בהתבסס על מחקר ענפי וסוגי הסטטיסטיקות שנדונו במאמרים הקודמים, אנו מגיעים למסקנה בדוגמא זו כי מכפילי התמחור המתאימים ביותר לשימוש הינם $MVIC/EBIT$ ו- $MVIC/EBITDA$, במשקלות זהים. יתרה מכך, מכפיל התמחור שבאחוזון ה- 25 מתבררים ככאלו התופסים בצורה הולמת את הפוזיציה של החברה המוערכת לעומת קבוצת חברות המדגם. השווי הסופי הינו 3.1 מיליון דולר.

להרחבה בנושאים אלו ניתן לפנות לתוכניות ההסמכה השונות של הלשכה בתחומי הערכות השווי.

בכבוד רב,

רוני פולניצר

יו"ר ומנכ"ל לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל

 WWW.IAVFA.ORG



רחוב נתן ברניצקי 5, ראשון לציון 7524205, ישראל



077-5070590



153-77-5070590



IAVFA1020@GMAIL.COM