

הערכת שווי חברות

שיטות להערכת שווי חברות

השיטות להערכת שווי חברות הן רבות ומגוונות.
במקרים רבים בחירה בשיטות שונות עשויה להביא
לשווי שונה.

בנוסף, מעריכים שונים העושים שימוש באותה שיטה
עשויים להגיע לערכים שונים בעקבות שימוש שונה
בהנחות יסוד לביצוע ההערכה.

שיטות להערכת שווי חברות

מצגת זו מרכזת דוגמאות רלוונטיות לקהל לקוחותינו
אשר נלקחו מתוך סקירה רחבה יותר המפורטת
המצגת המורחבת

שיטת ה- DCF-discounted cash flow

שיטת ה-DCF היא השיטה הנפוצה ביותר כיום לביצוע הערכות שווי.

השיטה מיועדת להערכת חברות אשר פועלות כ"עסק חי", שכן היא מסתמכת על ניתוח עתידי של פעילות החברה. היא טובה לשימוש בתעשיות השייכות לענפים ללא תנודתיות גבוהה, ולכן אינה טובה לשימוש לדוגמא בענף הנדל"ן.

בסיס השיטה הוא בהנחה שמטרתו העיקרית של משקיע בעסק היא להפיק ממנו מקסימום תמורה כספית.

החברה היא "מכונה" שתפקידה לייצר מזומנים.
אם היא בריאה, היא מייצרת מזומנים עבור המשקיע
ואם היא חולה, היא צורכת מזומנים מהמשקיע.

לכן,

שווי הפירמה = DCF = discounted cash flow = היוון תזרימי המזומנים החופשיים

DCF - שלבים להערכת החברה

1. בניית תחזיות תזרימי מזומנים תפעוליים חופשיים = FCF

-FCF תזרים מזומנים לפני שירות חוב והון. כלומר, אלו המזומנים שהחברה יכולה לשלם לבעלי מניותיה דרך הדיבידנד מבלי לפגוע ביעילותה.

$$\begin{aligned} & \text{רווח תפעולי (EBIT)} \\ & + \text{הוצאות פחת חשבונאי} \\ & = \\ & \text{EBITA} \\ & - \text{השקעות נוספות בר"ק} \\ & - \text{מיסים} \\ & - \text{השינוי בהשקעה בהון חוזר} \\ & = \\ & \text{FCF} \end{aligned}$$

DCF - שלבים להערכת החברה

- הסברים לחישוב ה-FCF:
- רווח תפעולי כולל הוצאות פחת שהן לא הוצאות במזומן ולכן נחזיר את הוצאות הפחת החשבונאי.
- השקעות נוספות ברכוש קבוע-
- 1. הוצ' פחת כלכלי- הוצאות תזרימיות שנועדו לשמור על הקיים. לא תחזוקה אלא השקעה (תיקונים, שיפורים).
- 2. השקעות- לדוגמא הגדלת קו ייצור.
- 3. השקעה ברכוש קבוע חדש.
- השינוי בהשקעה בהון חוזר=הון חוזר תפעולי פחות הנכסים והתחייבויות שקשורים לתפעול= לקוחות+מלאי-ספקים.
- ככל שמתקדמים בזמן איכות התחזית יורדת.

DCF-שלבים להערכת החברה

2. בחירת שנה מייצגת לאינסוף (FCFn), בה החברה מגיעה למצב יציב פחות או יותר.

3. היוון ב-WACC = שיעור ההיוון המשוקלל של כל מקורות ההון של החברה.

EV = שווי הפעילות התפעולית

$$EV = \sum_{1}^{n} \frac{FCF}{(1+wacc)^i} + \frac{\frac{FCFn}{wacc}}{(1+wacc)^{n-1}}$$

שיטת השווי הנכסי הנקי

שיטת השווי הנכסי הנקי היא השיטה הפשוטה והאינטואיטיבית ביותר להכנת הערכת שווי חברה.

הגישה יוצאת ממאזן הפירמה ומנסה להתאים את ערך הנכסים והתחייבויות, כפי שהם רשומים בספרי החברה, לשוויים הכלכליים הנכון.

ככל שלחברה יותר נכסים ופחות התחייבויות יהיה ערכה גבוה יותר.

שיטת השווי הנכסי מתאימה בעיקר להערכת שווי חברות העומדות בפני פירוק. במקרה כזה שווי החברה יהיה באמת קרוב לשווי הנכסי שבמאזן. שווי זה מהווה למעשה "מחיר רצפה" עבור החברה.

שיטת השווי הנכסי עשויה להתאים גם לחברות העוסקות בתחום הנדל"ן.

שיטת המכפיל - (Multiplier)

בשיטת המכפיל בונים תחזית רווח חשבונאי לשנתיים הבאות ומכפילים בד"כ במכפיל הממוצע הענפי. ישנם מכפילים שונים כגון: מכפיל מכירות, מכפיל הון וכו'.

$$\text{רווח חזוי} \times \text{מכפיל} = \text{שווי הפירמה}$$

שימוש בשיטת המכפיל מחייב השוואה לנתונים ענפיים של חברות העוסקות באותם התחומים בהם עוסקת החברה המוערכת.

שיטת המכפיל - (Multiplier)

יתרונה של השיטה הוא בהיותה מהירה, אך היא מתעלמת מפערים מהותיים העשויים להתקיים, בין הרווח החשבונאי החזוי לתקופה הקרובה לבין תוחלת תזרים המזומנים החזוי של הפירמה.

הפערים בין הרווח החשבונאי לתזרים המזומנים נובעים מכך שדו"ח רווח והפסד מציג את סך מכירות העסק גם אם עדיין לא הצלחנו לגבות את התשלום עבור אותן מכירות, ואינו מציג את ההוצאות הכרוכות בייצור מלאי למרות שהן צורכות מזומנים רבים מקופת העסק.

התוצאה- חברה יכולה להציג רווח נקי אך בפועל ייתכן שאינה מצליחה לגבות מלקוחותיה תשלומים עבור מוצרים ושירותים שנרכשו ממנה, ועקב כך היא עלולה להיקלע לקשיים ואף לפשוט את הרגל.

לדוגמה:

חברה מכרה אחד ממוצריה תמורת 200 שקלים באשראי בתחילת 2011 אך הלקוח מחוייב לשלם תמורתו רק בתחילת 2013. החברה תרשום את המכירה כהכנסה בדו"ח רווח"פ בשנת 2011, למרות שהתשלום עדיין לא התקבל, אך תרשום את המכירה בתזרים המזומנים.

גישת - MVA Market Value Added

גישת MVA Market Value Added - העודף שנוצר לבעלי המניות מעבר להון שהושקע בחברה בהסתמך על הדוחות הכספיים.

S - שווי המניות בשוק המניות

E - שווי ההון העצמי בספרים

$$MVA = S - E$$

ככל שהפער גבוה יותר, הפירמה יצרה לבעלי המניות עושר באמצעות ניהול איכותי. הצטמצמות הפער לאורך הזמן מעידה על ניהול כושל ויצירת "הרס עושר" במקום עושר.

ה-Zscore של אלטמן 1968

מדדי הישרדות הינם מודלים לחיזוי פשיטת רגל ולהערכת רמת הסיכון בהפעלת החברה.

מודל ה-Zscore 1968 של אלטמן הינו המדד הנפוץ ביותר כיום.

המודל בנוי על שכלול של 5 יחסים פיננסיים עם 5 משקולות.

$$\text{הנוסחה: } Z = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 0.6X4 + X5$$

- המודל נבנה על-פי "בדיעבד מראש"- על סמך העבר מקישים על העתיד.
- המודל מנבא הן פשיטת רגל והן אי-פשיטת רגל.

ה-Zscore של אלטמן 1968

ערכי ה-Z:

- כאשר מתקבל ערך $Z < 2.99$ החברה נמצאת באיזור ה"בטוח", אין סכנה לפשיטת רגל.
- כאשר מתקבל ערך $1.8 < Z < 2.99$ החברה נמצאת באיזור "אפור", ואין לדעת האם תפשוט רגל או לא.
- כאשר מתקבל ערך $Z > 1.8$ החברה נמצאת באיזור מצוקה, ויש חשש כי תפשוט רגל.

5 המדדים

X1=הון חוזר/כלל הנכסים. יחס המודד את הנזילות הפיננסית של החברה, היכולת לפרוע את חובות החברה בטווח הזמן הקצר. הון חוזר מחושב כנכסים שוטפים פחות התחייבויות שוטפות. נכסים שוטפים הם נכסי החברה למאשר יומרו זמן בתקופה הקרובה. הניסיון מראה כי חברה הנקלעת לקשיים מגדילה בהדרגה את ההתחייבויות השוטפות שלה וככל שהקשיים נמשכים ההון החוזר הופך להיות נמוך יותר ואף שלילי.

X2=יתרת רווח שלא יועדה/כלל הנכסים. יחס המודד מינוף. יתרת הרווח שלא יועדה היא ביטוי לאמון ונכונות הבעלים לבצע השקעות חוזרות בחברה. מכיוון שיתרת רווח שלא יועדה הוא נתון המצטבר לאורך שנות פעילות החברה ולכן יחס זה נותן עדיפות לחברות ותיקות עם מדיניות עקבית של השקעה מחדש, ולכן שהשרידות של חברה ותיקה תהיה גבוהה מזו של חברה צעירה.

X3=רווח לפני הוצאות ריבית ומס/כלל הנכסים. יחס המודד את רווחיות החברה. ה- EBIT מודד את מצבה של החברה מבחינה תפעולית ומשקף את יכולת החברה לייצר הכנסות, ללא תלות בהוצאות מיסים וריבית. הרעיון שעומד מאחורי היחס הוא שחברה מפסידה יכולה להשתקם אם יש לה רווח תפעולי חיובי אך חברה עם הפסד תפעולי, המימון לא יעזור לה.

5 המדדים

X4=הון עצמי/שווי ההתחייבויות בספרים. יחס המודד את המנוף הפיננסי, כלומר את כושר הפירעון של החברה.

- בחברה ציבורית הון עצמי=שווי השוק, ומחושב כמספר המניות של החברה כפול מחיר למניה. במידה והיחס גדול מ-1, נוכל למכור את מניות החברה בבורסה ולשלם את כל ההתחייבויות, כפי שהן מופיעות בספרים.

- בחברה פרטית הון עצמי נלקח מהמאזן.

- בחברות ישראליות גם בציבוריות נשתמש בערך הספרים ולא בערך הבורסה כיוון שההנחה היא שהשוק הישראלי לא יעיל מספיק.

X5=מכירות שנתיות/כלל הנכסים. יחס זה משקף את יכולת החברה לייצר הכנסות ביחס לנכסים שלה. היחס מעיד על איתנות החברה בהתמודדות המפגש הישיר עם השוק- המכירות.

אמינות מדד אלטמן

במבחנים שנערכו בישראל והשוו את יכולת הניבוי של מדד אלטמן ליכולת הניבוי של "אזהרת עסק חי" של רו"ח.

הבדיקה נעשתה עבור שנה ושנתיים לפני פשיטת הרגל ונמצא כי יכולת הניבוי של מדד אלטמן גבוה יותר-

רו"ח - אזהרת עסק חי		אלטמן	
שנתיים	שנה	שנתיים	שנה
19.3%	48.1%	73.4%	86.2%