

הערכת שווי חברות ונכסים על רקע כלכלה במשבר

נובמבר 2011

מיכאל תבור, תבור כלכלה ופיננסים בע"מ, רח' זרחין 10 רעננה, טל: 09-7776800, www.tavor.biz

השיטות המקובלות להערכת חברות

- ערך נכסי (Asset Value)
- היוון תזרימי מזומנים (Discounted Cash Flow)
- מכפילים (השוואה לחברות (עסקות) דומות
- כמו כן, חברה בעלת חוב ניתנת להערכה על בסיס מודל תמחור אופציות (B&S)

סוגי נכסים הדורשים הערכות

- נכסים מניבים ויחידות תפעוליות מניבות מזומנים
- חברות ופעילויות שנרכשו ועברו תהליך PPA ביניהן: מותגים, קווי חלוקה, תיקי לקוחות וקניין רוחני.
- נכסים פיננסיים תחת שינויים בהגדרות ובהערכות הסיכון, לרבות אגרות חוב, חוזים עתידיים, חוזי הגנה.

שינויים בזמני משבר

- הערכות הסיכון, תחזיות ההכנסות וההוצאות משתנות לרעה.
- בדרך כלל נוצר דיסוננס כי נכסים רבים נרכשו בעזרת מימון מלא או חלקי ושימשו כביטחון.
לעיתים נון-ריקורס ולעיתים כחלק מביטחון כולל.
- **הקושי:** המזמין לא מעוניין בירידת ערך בשל הצורך בהתאמת בטחונות, לעיתים מדובר גם בהיבטים אחרים הנוגעים לתגמול תלוי ביצועים.

האינטרס של הקונה

- במקרים של מימוש נכסים תחת לחצי נושים, קיים רצון מצד הרוכשים פוטנציאליים לקבל את הנכסים במחיר מוזל במיוחד.
- המעריך עומד תחת מתקפה של "נתוני אימה", שמטרתם אחת – הורדת ערך הנכס.
- לעיתים יש לרוכש "תנא דמסייע" בצורת מחירי שוק נמוכים במיוחד
- הבעיה מחמירה, כאשר נושה ראשי מעוניין במימוש מהיר ולא איכפת לו הערך השאריתי עליו התבססו נושים מדרגה שניה

איך מתייחסים לערכים ולהערכות

■ נבחן את הסוגיה מנקודת מבטו של מעריך שווי

האם יש ערך פנימי שהוא שונה מהערך המיידדי?

- השאלה הזאת מרכזית במיוחד לתקופות משבר
- חברות רוצות לשנות כללים ברישום,
- חברות רוצות להגדיר ירידת ערך כ-זמנית
- חברות טוענות שיש כשל שוק ומנסות להימנע ממימוש נכסים

חזרה לממוצע mean reversion

- יש מחקרים המראים כי ברבות הזמן, ערכים כלכליים של נכסים (או מכפילים כתמונת ראוי), נוטים לחזור לממוצעים ארוכי טווח
- טענה זאת עומדת ביסוד המחשבה שניתן להגדיר ירידות ערך כירידה זמנית
- מובן שטענה זאת עומדת בסתירה לרעיון של מחיר השוק שהוא מפגש בין רצונות ברגע נתון.

שיטת השווי הנכסי

שווי נכסי (Asset Value) – אומדן שווי החברה
כ"אוסף" של נכסים.

■ ערך חיסול / פירוק

■ ערך שיחלוף / כינון

בסיס הערכה:

■ ערך מאזני

■ ערך משוערך

■ ערך מימוש

מהות שיטת השווי הנכסי

התאמות הנכסים והתחייבויות,
 כפי שהם רשומים, לשוויים
 הכלכלי הנכון

- / +

מאזן

לדוגמא:

קרקע	נכס
700 א' ₪	שווי במאזן
2 מיליון ₪	שווי הכלכלי העדכני
1,300 א' ₪ (חייב במס בעת מימוש)	תוספת להון העצמי

מהות שיטת השווי הנכסי (המשך)

תיקונים נוספים:

- הערכת השקעות ופחת על פי המצב בפועל
- רווח שנצבר על פרויקטים לזמן ארוך, כאשר הדיווח הינו לפי שיטת העבודות הגמורות

- וכמובן, ערכי השוק, שהשאלה היא האם הם משקפים בכל מצב, ערך ראוי או לא

עסקאות בחבילות שליטה

- עסקאות בחבילות שליטה המתבצעות בפרמיה של 20% - 200% מלמדות כי מה שקרוי שווי שוק, הוא במקרה הטוב מחירי מניות מיעוט. חברות ציבוריות רבות הנמצאות בתיקים עשויים לכלול חבילות שליטה.
- אולם הפער העיקרי נעוץ במה שנוכל לראות להלן.

שיטת היוון תזרימי מזומנים – “DCF”

לפי שיטה זו שווי הנכסים נגזר מהרווח שניתן להפיק מהם (קיימת הנחת "עסק חי")

יתרונות הגישה:

- בסיס תיאורטי מוצק
- כל מקורות השווי של הפירמה מכוסים
- רלוונטית לבחינת אסטרטגיות ולבחינת מיזוגים

קביעת הזרם להיוון

רווח תפעולי מייצג לאחר מס (בנטרול הכנסות והוצאות חד פעמיות)

+

הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בתזרים מזומנים

-

השקעות ברכוש קבוע ונכסים אחרים

-

השקעה בהון חוזר תפעולי;

=

תזרים מזומנים חופשי (Free Cash Flow)

הערכת שווי הפעילות (Enterprise Value)

ערך נוכחי של תזרים המזומנים החופשי
(בהנחה שהחברה ממומנת בהון עצמי בלבד)

+

ערך נוכחי של העסק בסוף תקופת התחזית (Terminal Value)

+

השקעות בנכסים אשר אינם משמשים לייצור התזרים

=

שווי העסק

הערכת שווי המניות = שווי ההון העצמי

שווי הפעילות (העסק)

-

חלקם של בעלי החוב בניכוי עודפי מזומנים
(חוב לזמן קצר + חוב לז"א - מזומנים - שווי מזומנים)

=

שווי המניות (שווי ההון העצמי)*

*יש התאמות נוספות הנלמדות בלימודים מתקדמים יותר

סיכום שלבי ביצוע הערכה

1. קביעת הזרם להיוון – רווח תפעולי בדו"ח רוו"ה האחרון תוך ביצוע התאמות שונות
2. טיפול בהשקעות בהון חוזר ובהוצאות מימון
3. קביעת תקופת התחזית
4. קביעת ערך השייר – הערך הנוכחי של תזרימי מזומנים של החברה לאחר תום תקופת התחזית

שער ההיוון

(התשואה הנדרשת על ידי ספקי ההון בחברה)

$$WACC = K_E \frac{S}{V} + K_D \frac{B}{V} (1 - T_C)$$

Weighted Average Cost of Capital – WACC •

K_D – שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי החוב •

K_E - שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות •

V – שווי נכסי החברה •

S - שווי ההון העצמי •

T_C - שיעור מס החברות •

B - שווי ההון הזר •

קביעת מחיר ההון

על פי מודל CAPM בראייה של שווי משקל בשוק

$$SML: K_E = R_f + \beta(E(R_M) - R_f)$$

המודל והמסרים העומדים מאחוריו

- יש במודל שיווי המשקל המקובל הזה, התייחסות לקשר בין סיכון השוק לסיכון הפירמה
- ואכן סיכון השוק עלול לעלות בתקופות מסוימות.
- בדרך כלל חישוב ה- β מבוסס על סטטיסטיקה של שנתיים.
- בעיצומו של משבר, ייתכן ותוחלת תשואת השוק במבט לעתיד תעלה, אולם הבדלים של עשרות אחוזים במחירי השוק, מהווים לעיתים ביטוי של הלך רוח זמני ולא יצירת ערך

עוגן של ערך

יש צורך לזכור את אחד הלקחים החשובים של מודל CAPM. הסיכון הספציפי אינו ניתן להערכה ולכן יש חשיבות להערכה במסגרת תיק השקעות, בו הסיכון הספציפי מתקזז ואנו נותרים עם סיכון שוק. האם בראייה של שוק לטווח רחוק, ניתן לבוא ולומר כי בעיצומו של משבר, תוחלת תשואה השוק הכפילה את עצמה? אמנם ייתכן כי כתגובה למשבר יהיה תיקון חד, אולם ערך של נכס נגזר מהיוון תזרים המזומן לאורך שנים ולכן במונחי טווח ארוך, תוחלת תשואת השוק אינה שונה באופן מהותי בזמן משבר, מאשר בזמן "רגיל" זו הסיבה שיש צורך להשתמש בשערי היוון ארוכי טווח המשקפים ערך פרמננטי של נכסים ולא מצבי רוח.

רגישות הערך

- תוחלת תזרים מזומן של 2 מיליון \$ ל- 10 שנים
- בשער היוון של 8% נקבל ערך נכס של M 13.4\$

הפער מערך הבסיס	שער היוון	ערך במיליוני \$
- 8.4%	10%	12.3
-15.8%	12%	11.3
-22.3%	14%	10.4
-28.0%	16%	9.7

מה קורה בפועל והמסקנות

- שינויים בשיעורי התשואה של החוב הסחיר, למעשה מבצעים מחיקות של ערכים של חברות. בעולם שבו בעלי עניין מבצעים מינוף של 5 או לעיתים גם 10 ו-20 על כל 1 ₪ הון עצמי, ניתן להבין מחיקת ערכים של חברות.
- קשה יותר להבין הערכת חסר של הנכסים עצמם, למשל ברמות תפוסה טובות ובסביבה עסקית סבירה, למעט הסיבה של חוסר תיאבון לעשיית עסקים ולרכישת נכסים במצב המתנה.
- ולכן, הערכות השווי חייבות להיות מאוזנות בראייה ארוכת טווח של ערכים כלכליים ולא לנטות אחרי אופנות, לא של מחיקה לחוצה בזמן משבר ולא של מתן ערך הזוי בתקופות של אופוריה כחלק מתהליכי גיוס

המצגת הוכנה על ידי צוות כלכלני תבור כלכלה ופיננסים בע"מ

www.Tavor.biz