



## מתודולוגיה ושיטות הערכה לשווי חברות

### מחיר הוגן

מחיר הוגן (Fair Market Value) הוא אותו מחיר במזומן (או שווה ערך מקביל), שקונה מרצון ישלם למוכר מרצון, כאשר שני הצדדים אינם נתונים לחץ או כורח בלתי סביר לבצע את העסקה ולשני הצדדים מידע סביר לגבי עובדות המהותיות הקשורות לעסקה. בדרך כלל הקונה והמוכר, על פי הגדרה זו, הם דמויות היפותטיות השומרות על ריחוק בעסקה (Arms Length Transaction).

### שיטות הערכה

קיימות שיטות הערכה מגוונות לקביעת השווי ההוגן לחברות (מאמר זה מתייחס גם לשווי עסקים, ופרויקטים). בהעדר שוק ניירות ערך יעיל בארץ אשר עשוי לסייע בקביעת השווי על בסיס שוויון של חברות נסחרות, שמנו דגש מיוחד על שיטות המבוססות על אומדן פוטנציאל הרווחיות העתידי ותזרים המזומנים של החברה (לאחר התאמות). בהתייחס לבחירת שיטות ההערכה עלינו לציין את השיטות השונות, יתרונותיהן וחסרונותיהן:

- שיטת השווי הנכסי הנקי: - כמשתקף מההון העצמי המתואם של החברה. שיטה זו איננה מתאימה להערכת חברות חדשות משום שעל אף שהן בדרך כלל אינן עתירות נכסים, ייתכן וגלום בהן פוטנציאל רווחים עתידי גדול שאינו משתקף בנתוני העבר.

לעומת זאת, שיטת השווי הנכסי הנקי שימושית לחברות גדולות וותיקות שאינן צומחות בקצב מהיר. שיטה זו נוחה גם משום שהיא פשוטה מאוד לחישוב על בסיס הדוחות הכספיים התקופתיים של החברה לאחר ביצוע התאמות לחלק מרכיבי הדוחות הכספיים.

- שווי השוק, מכפיל רווחים ומכפיל ההון העצמי: - הבורסה בארץ אינה מהווה שוק יעיל לפי אמות המידה וההגדרות המקובלות ולפיכך לא ניתן לגזור שוויה של חברה על בסיס השוואתי של נתוני שוק ההון המתאימים בחברות דומות. יש לציין גם כי החברות אינן הומוגניות, דבר המחייב התאמות שונות הנוגעות למבנה הנכסים, מבנה המימון, מיסוי וכו'.

במקרים מסוימים ניתן להעריך חברות בשיטת היוון הרווחים העתידיים (שנקראת לעתים "שיטת המכפיל") או על פי יחס שווי שוק להון עצמי.

- היוון תזרים המזומנים – שיטה זו עדיפה בהערכת שווי חברה או פרויקט. על פי שיטה זו נגזר שווי החברה או הפרויקט מהערך הנוכחי של תזרים המזומנים החופשי בתקופה מוגדרת בתוספת הערך הנוכחי של החברה או הפרויקט בתום תקופת הבדיקה. עידון מסוים לשיטה מתקבל באמצעות היוון תזרים המזומנים החופשי שאיננו ממונף באמצעות הלוואות כאשר עודף החוב על המזומן מופחת מהשווי (עודף מזומן על חוב מתוסף לשווי). הנושאים המרכזיים בשיטה זו נוגעים לקביעת שיעור ההיוון ולהנחות הבסיס עליהן נשען התזרים.

- שיטות אחרות - קיימות גם שיטות אחרות כגון גישת ההשוואה של החברה המוערכת לחברות דומות, גישת העלות הבוחנת את עלות הקמת הפרויקט או העסק, הערכות שווי שמאיות, או שילוב שיטות שונות.

במאמר זה נפרט את שיטת היוון תזרים המזומנים המשקף את שוויה של החברה על בסיס עסק חי (Going Concern) הבודקת את כשורה של החברה ליצור רווחים לבעלים בעתיד ולהמשיך את קצב צמיחתה הנוכחי.

### **אורי דהן ושות' - יעוץ כלכלי ועסקי, השקעות וגיוס הון**

טל. 077 7032332, 02 6794434, פקס. 02 6790162, טלפון נייד 050 5516067,

מייל: [info@uri-dahan.com](mailto:info@uri-dahan.com), אתר: [www.uri-dahan.com](http://www.uri-dahan.com)

כתובת: רח' טשרניחובסקי 48, כניסה ג', ירושלים 92585



## קביעת מקדם היוון

כדי לקבוע את שווי החברה על פי מודל היוון תזרים המזומנים יש לקבוע את מקדם ההיוון הרצוי לניכוי תזרים המזומנים.

מקדם ההיוון מהווה את הבסיס להון זרמי המזומנים העתידיים ותרגומם לערכים נוכחיים. אחת הגישות המימוניות המקובלות לשם כך היא באמצעות שימוש במודל "CAPM" (Capital Asset Pricing Model), וחישוב מחיר ההון המשוקלל של החברה. למרות שקיימות מגבלות בשימוש בשיטה זו, הרי שבמקרים רבים יש מקום להשתמש בה לצורך קבלת אינדיקציה למחיר ההון. מקדם ההיוון משקף את שיעור התשואה הסביר הנדרש ע"י המשקיע אשר כולל את רמת הסיכון הגלומה בהשקעה, תוך התחשבות ברמת שער הריבית המקובלת במשק ובמחיר ההון העצמי של החברה.

מחיר ההון הוא ממוצע משוקלל של מחירי מקורות המימון העומדים לרשות החברה.

### 1. מחיר ההון העצמי

אחת הדרכים המקובלות לקביעת עלות ההון העצמי, כאמור, היא באמצעות מודל השוק-מודל CAPM. מודל זה מחשב את מחיר ההון העצמי בהתבסס על שיעור התשואה על מקורות ההון חסרי הסיכון במשק (כגון אג"ח ממשלתיות), בתוספת פרמיה הנדרשת בגין סיכון החברה וסיכונים השוק.

סיכון השוק מוגדר כתוספת המבוקשת על ידי משקיעים מעל לשער הריבית חסר הסיכון במשק. ההתאמה לסיכונים החברה נעשית על ידי הכפלת פרמיית הסיכון של השוק במקדם הסיכון השיטתי של החברה.

הסיכון השיטתי מייצג את גמישות ההשתנות במניית החברה בהשוואה להשתנות כלל מניות השוק. מחיר ההון העצמי, לפי גישה זו מושב על פי הנוסחה הבאה:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

### להלן פירוט ההגדרות

$K_e$  – מחיר ההון העצמי

$R_f$  – תשואה חסרת סיכון. תשואת המינימום הנדרשת על ידי משקיע בגין השקעה "חסרת סיכון". בארה"ב משתמשים באג"ח ממשלתיות ל-30 שנה (Treasury Bill). בארץ הבסיס הן אג"ח ממשלתיות ארוכות מועד.

$R_m$  – תשואת השוק. התשואה הנדרשת על ידי משקיעים בשוק ההון. מקדם הסיכון  $\beta$  של החברה – מבטא את "הסיכון השיטתי" שאינו ניתן לביטול על ידי פיזור המניה בתיק ההשקעות. המדד מחושב על ידי ביצוע רגרסיה של התנודה השבועית של המניה הנבחנת, לאורך תקופה שנבחרה, לעומת התנודה של השוק.

מדד הסיכון  $\beta$  מושפע הן מהסיכון העסקי והן מהסיכון הפיננסי של החברה, כאשר סיכון פיננסי מוגדר כסיכון הנובע מהכללת הון זר בסך הון ההשקעות של החברה. ניתן לקבוע שככל שיחס ההון הזר בסך המקורות גבוה יותר, כן יגדל מדד הסיכון.

אורי דהן ושות' - יעוץ כלכלי ועסקי, השקעות וגיוס הון

טל. 077 7032332, 02 6794434, פקס. 02 6790162, טלפון נייד 050 5516067,

מייל: [info@uri-dahan.com](mailto:info@uri-dahan.com), אתר: [www.uri-dahan.com](http://www.uri-dahan.com)

כתובת: רח' טשרניחובסקי 48, כניסה ג', ירושלים 92585



$\beta < 1$  מורה על מניה אגרסיבית, דהיינו, שהשינוי בה גדול מהשינוי בתשואת השוק. ניתן לחשב  $\beta$  רק ביחס לחברות שמניותיהן נסחרות, ולכן כאשר מעריכים חברה פרטית, ניתן להשתמש רק בממוצע המבוסס על ניתוח חברות בורסאיות דומות, תוך התחשבות במבנה ההון (מנוף פיננסי) של החברות.

פרמיית הסיכון של השוק  $(R_m - R_f)$  – פרמיית הסיכון כפי שנצפתה בעבר והיא הפרמיה הנדרשת על ידי משקיעים מעל לשער הריבית חסרת הסיכון (כלומר, אג"ח ממשלתית ארוכה,  $R_f$ )

## 2. מחיר ההון המשוקלל של החברה

מחיר ההון המשוקלל של החברה מורכב מעלות ההון החיצוני של החברה, קרי עלות החוב, וממחיר ההון העצמי. העלות החיצונית מוכרת לצרכי מסף כך שהעלות האפקטיבית נמוכה יותר בגלל זיכוי המס.

להלן פירוט המשתנים המשמשים לחישוב מחיר ההון המשוקלל של החברה:

- מרכיב ההון החיצוני הינו החלק היחסי של החוב המשוער (Debt) מתוך סך המאזן של

$$\frac{D}{D+E} \quad (\text{הון עצמי Equity} + \text{חוב חיצוני Debt})$$

- מרכיב ההון העצמי הינו החלק היחסי של ההון העצמי (Equity) מתוך מאזן החברה

$$\frac{E}{D+E} \quad (\text{הון עצמי} + \text{חוב חיצוני})$$

- $T$  – שיעור מס החברות

- Kd עלות ההון החיצוני הינה מחיר האשראי שהחברה משלמת בגין חובותיה החיצוניים, הנאמד באמצעות שיעור הריבית האפקטיבית על התחייבויות החברה. עלות המימון מוכרת לצרכי מס ולכן העלות נטו הינה לאחר ניכוי מס.

- Ke – מחיר ההון העצמי

מחיר ההון המשוקלל של החברה מחושב על פי הנוסחה הבאה:

$$\text{מחיר הון משוקלל (wacc)} = K_d \times \frac{D}{D+E} \times (1-T) + \frac{E}{D+E} \times K_e$$

## 3. חישוב מחיר ההון העצמי

חישוב מחיר ההון העצמי בהתבסס על מודל CAPM בעייתי, בין היתר מכיוון ששוק ההון בארץ איננו שוק יעיל, וכן בגלל מיעוט חברות ציבוריות אשר דומות בפעילותן ובמבנה ההון שלהן בצורה מדויקת לחברה.

## 4. מחיר ההון הזר

מחיר ההון הזר קל לחישוב והוא תוצאת חישוב של הממוצע המשוקלל של סך רכיבי ההון הזר (הלוואות) ומחיר גיוסם.

אורי דהן ושות' - יעוץ כלכלי ועסקי, השקעות וגיוס הון

טל. 077 7032332, 02 6794434, פקס. 02 6790162, טלפון נייד 050 5516067,

מייל: [info@uri-dahan.com](mailto:info@uri-dahan.com), אתר: [www.uri-dahan.com](http://www.uri-dahan.com)

כתובת: רח' טשרניחובסקי 48, כניסה ג', ירושלים 92585