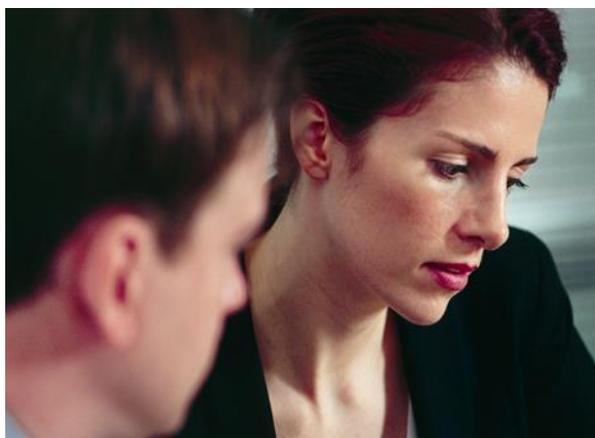


הערכת שווי חברות ועסקים

יום עיון לשכת רואי חשבון

יולי 2015



אמיר סוראיה
קבוצת קנובל בלצר סוראיה ושות'



WWW.SORAYA.CO.IL

WWW.MGI.CO.IL



מה בתוכנית?

- ◆ הערכות שווי ורואי החשבון
- ◆ מתודולוגיות עיקריות לאמידת שווי כלכלי/שווי הוגן
- ◆ פרמיית שליטה – התאוריה והפרקטיקה
- ◆ מודל היוון תזרימי מזומנים (בקצה הקולמוס)
- ◆ ניכיון אי סחירות (משולב בנושאים האחרים)





הערכות שווי ורואי החשבון

• לדיווח כספי

- שווי הוגן לנכסים (נדל"ן להשקעה, מניות מיעוט, נגזרים ועוד)
- בחינת ירידת ערך נכסים (IAS 36 או תקן 15)
- עסקאות עם בעלי שליטה (תקן 23)
- הקצאת תמורת רכישה בצירוף עסקים (לרבות ברכישת חברות מוחזקות). גלי"ד 57, גלי"ד 68, תקן 20, IFRS 10, IFRS 3, IAS 28.

• אישור עסקאות עם בעל שליטה

- **רשות המיסים** (כגון, סעיפי 104, עסקאות עם בעל שליטה, אופציות לעובדים ועוד)

- **לבתי משפט** (כגון, עושק מיעוט, תביעות נגזרות, מחלוקות בין בעלי מניות, חלוקת רכוש בין בני זוג)

• בחינת עסקאות



מתודולוגיות עיקריות

שווי כלכלי = תזרימי המזומנים הצפויים מהנכס כשהם מהוונים
בשיעור מתאים

- **היוון תזרימי מזומנים (DCF) – שיטה ראשית**
- **ערך נכסי נקי (NAV) – מתאים בעיקר לחברות ללא נכסים בלתי מוחשיים (מוניטין), כגון, נדלן מניב וחברות החזקה.**
- **מכפיל רווח נקי, תפעולי או EBIDTA ("DCF לעניים")**
- **מניות כאופציית רכש (לחברות עם הון כלכלי / שווי דק)**
- **מכפילים "יצירתיים" – מכירות, משתמשים וכו'**
- **שווי שוק**
- **מחיר בעסקאות דומות**

לצורכי דיווח כספי
נקבעה היררכית שווי
הוגן ב- IFRS 13

פרמיית שליטה





מהי פרמיית שליטה

סינרגיה

פנימית וחיצונית

שלילי

"עושק המיעוט"

חיובי

ניהול אופטימלי

אחר

כגון, יתרונות מימון



כימות פרמיית השליטה

- כימות פרמיית השליטה בעייתי
- מחקרים שונים בישראל מלמדים על פרמיית שליטה שבין 10% ל- 20% בממוצע משווי החברה.
- מהימנות המחקרים מוטלת בפסק רב – הם ישנים מאוד, והמדגם אינו מייצג
- כמו כן, המחקרים מבוססים בעיקר על הפער שבין מחיר השוק לבין מחיר עסקה.



כימות פרמיית השליטה

- היקף פרמיית השליטה תלוי
 - בממשל התאגידי
 - ברגולציה
 - בשיעור המניות הנרכש
 - ועוד.
- בשנים האחרונות ניתן להבחין במגמה של ירידה בפרמיות השליטה בהערכות שווי, לטווח שבין 5% ל-15%.
- האם ראוי להוסיף פרמיית שליטה על שווי המבוסס על DCF?



פרמיות בעסקאות נבחרות

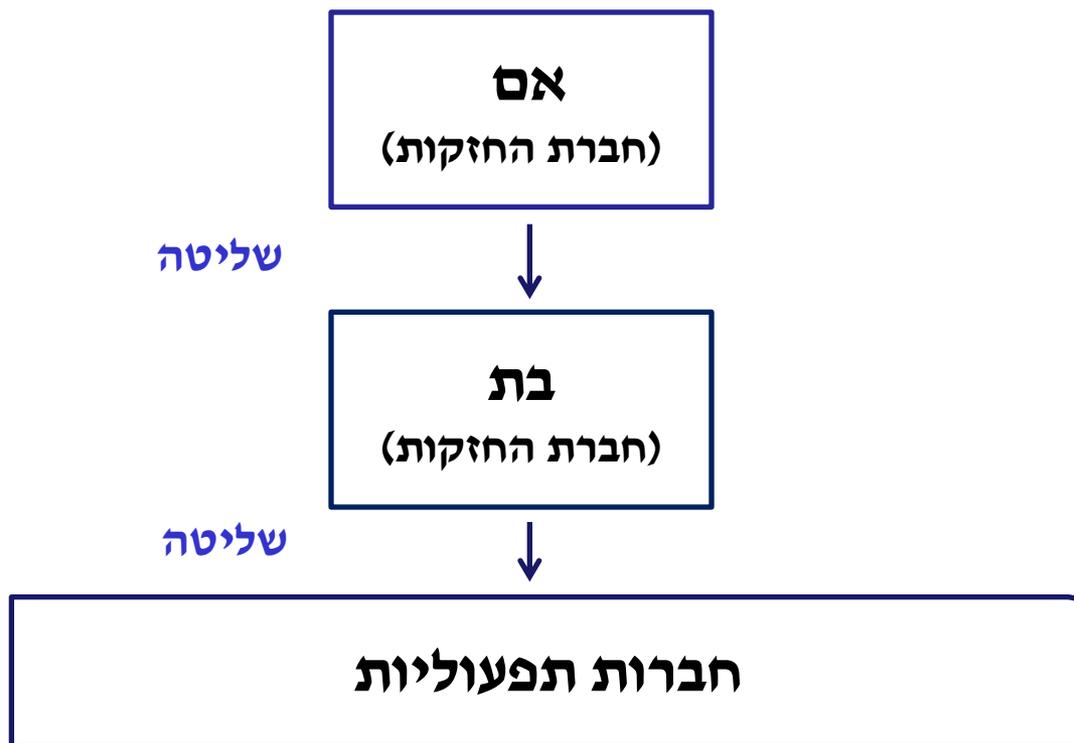
הערות	שוי נגזר	בעסקה (*)	שיעור נרכש שווי שוק	הנרכש	הרוכש	מועד עסקה
פער למועד המזכר	42%	3,700	2,606	52.0%	פניקס	טרם הושלמה
	32%	462	350	58.0%	וילי פוד	מארס 2014
פער למועד ההצעה	24%	2,500	2,016	50.1%	כלל תעשיות	אוק-13
בהנחת מימוש אופציות	28%	4,600	3,600	55%	כלל ביטוח	לא הושלמה
	48%	4,725	3,200	31%	פרטנר	ינואר 2013
	34%	2,550	1,899	49.9%	כלל תעשיות	אקסס 2012
לאחר עדכון המחיר (**)	<u>21%</u>	5,150	4,240	69.1%	מגדל	ספטמבר 2012
	33%					

(*) גילום ל- 100% ממחיר העסקה (כולל פרמיית שליטה ככל שקיימת).
 (**) הפרמיה בהסכם המקורי - 10%.

**מקור הפער- פרמיית שליטה, סינרגיה ?
 נראה כי מקור (עיקר) הפער הוא בתמחור בחסר של החברות
 בבורסה, ולא בפרמיית שליטה.**



פרמיית שליטה במבנה פירמידלי



לדעתנו את פרמיית השליטה יש לייחס על פי רוב לבת

מודל היוון תזרימי מזומנים (DCF)





שלבים עיקריים

שלב I - תזרים מזומנים חזוי לכ- 5 שנים

- אמידת רווח תפעולי חזוי בניכוי מיסים
- אמידת השקעות הוניות
- אמידת השקעות נדרשות בהון חוזר

שלב II - קביעת ערך השייר

בדרך כלל בהתבסס על שנה מייצגת וצמיחה פרמננטית

שלב III - אמידת שיעור ההיוון

שלב IV - הפחתת נכסים והתחייבויות עודפים (נטו)

שלב V - התאמות נוספות

- פרמיית שליטה?
- ניכיון העדר סחירות?
- וכו'

שלב VI - בחינת סבירות (רצוי לבצע ביחס לכל שלב בנפרד ולתוצאה הסופית)

שווי פעילות

שווי מניות



דוגמה

שיעור היוון:
 9.67% ריאלי
 צמיחה פרמנטית:
 0.5%

מייצגת	צפי 2017	צפי 2016	צפי 2015	צפי 2014	צפי 2013	
מכירות	5,464	5,300	5,186	5,171	5,309	
שיעור גידול	0.5%	2.2%	0.3%	-2.6%	-10.6%	
עלות המכר	3,069	3,023	2,996	3,045	3,174	
רווח גלמי	2,395	2,277	2,190	2,126	2,135	
שיעורו מהמכירות	43.8%	43.0%	42.2%	41.1%	40.2%	
סה"כ הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות	1,413	1,385	1,365	1,344	1,415	
רווח תפעולי	982	892	825	782	720	
שיעורו מהמכירות	18.0%	16.8%	15.9%	15.1%	13.6%	
מס הכנסה	260	236	219	207	180	
רווח נקי לאחר מס	722	656	606	575	540	
פחות והפחותות	613	620	640	672	714	
השקעות הוניות (CAPEX)	613	572	537	513	500	
השקעה בהון חוזר	4	-27	-106	-263	-322	
תזרים שהתקבל במהלך H1/2013					505	
תזרים תפעולי נקי לאחר מס להוון	718	731	815	997	571	
תקופה להוון	4.00	3.00	2.00	1.00	0.25	
מחלק הוון	0.0917	1.3195	1.2028	1.0967	1.0235	
תזרים מהוון לאחר מס	5,407	554	678	909	558	
שווי פעילות					8,599	
חוב פיננסי, נטו					4,330	
שווי אקוויטי 30.6.2013					4,269	



סוגיות מיוחדות ודגשים

- **אמידת הרווח התפעולי החזוי בתקופת התחזית הינה השלב הבעייתי ביותר.**
- **יש להיזהר מאופטימיות יתר של ההנהלה**
- **הנכסים וההתחייבויות העודפים יכללו את כל הפריטים שלא נכללו בתזרים (לדוגמה, נדל"ן להשקעה)**
- **בעסקים בהן קיימת אי וודאות משמעותית (לדוגמה, גז ונפט וביוטכנולוגיה) ניתן וראוי להתבסס על מספר תרחישים**



סוגיות מיוחדות ודגשים

- מודל WACC לאמידת שיעור ההיוון אינו מחייב ויש להפעיל שיקול דעת
- תזרים ריאלי או נומינלי?
- היוון תזרים מזומנים ממונף (לאחר מימון) - לא מקובל
- על DCF לא נהוג להוסיף פרמיית שליטה
- לא נהוג לנכות אי סחירות בהערכת מניות שליטה

Questions?

תודה על ההקשבה!

אמיר סוראיה

amir@mgi-israel.co.il



נספח WACC

CAPM

לנכס חסר סיכון תשואת שוק, עודפת מעל לנכס חסר סיכון לרוב אג"ח ריבוני

$$K_e = r_f + \beta_L(R_m - r_f) + \text{Specific Risk Premium}$$

מקדם הסיכון מייצג את המתאם עם תשואת השוק

$$\beta_L = \left[1 + (1 - T_C) \frac{D}{E} \right] \beta_U$$

WACC

שיעור החוב שיעור ההון

מגן המס בגין הוצאות מימון

$$WACC = K_d(1 - T_C) \frac{D}{D + E} + K_e \frac{E}{D + E}$$

מחיר החוב- התשואה הנדרשת ע"י מלווים חיצוניים

מחיר ההון- התשואה הנדרשת ע"י בעלי המניות (נגזר ממודל ה-CAPM)

50%	D	משקל החוב (1)
50%	E	משקל ההון (1)
26.5%	T	שיעור המס (2)
7%	KD	מחיר החוב (3)
4.06%	RF	ריבית חסרת סיכון (4)
0.92	B	ביטא ממונפת (5)
15.7%	KE	מחיר ההון (מעוגל)
6.05%	RM-RF	פרמיית השוק (6)
6.1%	SRP	פרמיית סיכון נוספת (7)
10.5%	WACC (מעוגל)	

- (1) בהתאם לאסטרטגיה של הקבוצה בטווח הארוך.
- (2) מס חברות סטטוטורי, נכון למועד הערכת השווי.
- (3) מבוסס על פרמיית הסיכון הגלומה במחיר אגרות החוב של החברה הנסחרות בבורסה.
- (4) תשואת אג"ח ממשלתי שקלי במחיי"מ של כ-15 שנה.
- (5) פרוספקטיבית. מבוסס על חברות מדגם, הואיל ולא קיימים נתוני מניה היסטוריים לתקופה מספקת.
- (6) בהתבסס על נתוני דמודראן (Damodaran).
- (7) פרמיית סיכון גודל, המבוססת על נתוני Ibboston.