

שיטת התשואה על ההשקעה - חישוב מחיר ההון המשוקלל (WACC) (8/12)

אג"ח להמרה

אגרות חוב להמרה - נוסף על תכונותיהן הרגילות כאגרות חוב (תשלום ריבית ופדיון הקרן), הן ניתנות להמרה למניות של החברה המנפיקה; וסוג המניה ויחס ההמרה נקבעים בעת ההנפקה.

מבחינת המשקיעים באג"ח להמרה, המכשיר מאפשר להם ליהנות מעלויות במחיר המניה, אם תתרחשנה, אך במקביל, אם המניה לא תעלה, לקבל את תקבולי אגרת החוב כהחזר על השקעתם. מבחינת בעלי המניות בחברה, אג"ח להמרה מהוות כלי לגיוס הון ללא צורך בתהליך ההנפקה, ונפוצות כאשר הליך גיוס הון סטנדרטי איננו אפשרי בשל תנאי השוק.

יש להפריד בין שני הרכיבים הללו, הון עצמי וחוב, כדי לחשב את משקולות השוק של עלות ההון המשוקללת; אם איגרת החוב להמרה נסחרת בבורסה, שווי של רכיב החוב יהיה הערך הנוכחי של תשלומי הריבית, ושווי של רכיב ההון העצמי יתקבל מהחסרת שווי רכיב החוב משווי השוק של האיגרת. בעבור אגרות חוב שאינן נסחרות בבורסה, או שהסחירות בהן דלה, יש לחשב את שווי של הרכיב ההוני באמצעות מודלים מקובלים לתמחור אופציות.

מציאת שווי ההון העצמי

המטרה היא למצוא את שווי השוק של כל הפריטים המסווגים כהון עצמי, בין אם מדובר במניות, באופציות, או ברכיבים הוניים של אג"ח להמרה. סכומם יהיה משקולת ההון העצמי בנוסחה לחישוב עלות ההון המשוקללת.

הון עצמי

אם מדובר בחברה ציבורית, אפשר להכפיל את מחיר המניה במספר המניות הנסחרות. אין לעשות שימוש במספר המניות שהונפקו, מכיוון שמספר זה כולל מניות שהחברה רכשה במסגרת רכישה עצמית.

אם מדובר בחברה שאיננה נסחרת, אפשר לחשב את שווי ההון העצמי באמצעות שיטת המכפילים, והבחירה במכפיל המתאים תיעשה לפי אופי הפעילות של החברה.

שתי האפשרויות הראשונות - חוב סחיר במלואו או לוח סילוקין מפורט - הן המקרה המועדף. למרבה הצער, לא תמיד זה יהיה המקרה, ואז יש לחשב אומדן לשווי השוק של החוב באמצעות שווי בספרים, לעתים תוך שילוב עם שווי השוק שלו.

הוצאות חכירה

חכירה, התחייבות לשכור נכס למספר שנים, היא למעשה התחייבות לסדרת תשלומים על פני תקופת החכירה, והפירמה החוכרת את הנכס מסתכנת באובדן זכויות השימוש בו אם לא תוכל לעמוד בהתחייבות זו. כללי החשבונאות לא תמיד יתייחסו אל חכירות כאל חוב, אף על פי שמבחינה כלכלית הן אכן כאלה. על כן, יש לחשב את שווי החוב הגלום בהן:

$$Lease\ Debt_{t-1} = \frac{Lease\ Expense_t}{\left(r_D + \frac{1}{Asset\ Life}\right)}$$

חוב הנקוב במטבע זר

יש לחשב את ערכו הנוכחי של החוב תוך שימוש במחיר החוב המתאים לחוב הנקוב במטבע הזר.

- אם החוב נקוב במטבע המקומי אך צמוד למטבע הזר, די בהיוון לוח הסילוקין על ידי מחיר החוב המתאים.
- אם החוב נקוב במטבע הזר, לאחר היוון לוח הסילוקין יש להמיר את הערך הנוכחי שהתקבל למטבע מקומי, בעזרת שער החליפין היציג.

שיטת התשואה על ההשקעה - חישוב מחיר ההון המשוקלל (WACC) (9/12)

כתבי אופציות ואופציות לעובדים

כתבי אופציות (Warrants) הם אופציות שהחברה כתבה על מניותיה תמורת תקבול במזומן הנרשם כחלק מההון העצמי. אופציות המחולקות לעובדים הן אופציות רכש על מניות החברה שהחברה מחלקת לעובדיה, תוספת המימוש שלהן יכולה להיות קבועה או תלויה בביצועי החברה והן ניתנות למימוש לאחר שהעובד השלים תקופת שירות מסוימת בחברה; הרציונל מאחורי שיטת תגמול זו הוא להפוך את האינטרס של בעלי המניות - השבחת שווי המניות שלהם - לאינטרס של עובדי החברה.

אם האופציות נסחרות, אפשר לעשות שימוש בשווי השוק המצוטט שלהן. אם לא, יש להעריך את שוויין בנפרד.

זכויות מיעוט

רצוי להשתמש בשווי השוק של זכויות המיעוט, כלומר, בשיעור ההחזקה של בעלי המיעוט כפול שווי השוק של החברה הבת. אם החברה הבת אינה נסחרת, יש למצוא את שווייה ההוגן באחת משתי דרכים:

- שיטת ההערכה היחסית (מכפילים). שיטה זו אינה דורשת זמן רב אך ישנה הסכנה באשר למידת הדיוק שלה. לכן משתמשים בה כאשר חלקן של זכויות המיעוט בשווייה של החברה המפוקחת קטן יחסית.
- הערכת שווי נפרדת באמצעות שיטת היוון תזרימי המזומנים.

חישוב מבנה ההון

לאחר ביצוע כל הפעולות שתוארו לעיל אנו נותרים עם מאזנה התפעולי של החברה במונחי שווי שוק.

סקירת מבנה ההון הענפי וכוונות ההנהלה

לפני שנוקבים במבנה ההון הנכון בעבור החברה המפוקחת רצוי לסקור את המתרחש בענף שבו היא פועלת ואת התמורות שחלו בו לאורך לפחות מחזור חיים עסקי אחד, כלומר, כזה שכלל גאות וגם שפל.

חברה יכולה להיבדל במבנה ההון מחברות מקבילות לה, אך במקרה זה יש להבין את הסיבה לכך והאם התופעה צפויה להימשך. האם החברה תמיד נבדלה בדרך שבה מימנה את פעילותה עד כה? האם מתוכננות רכישות צפויות, ואם כן, כיצד החברה עתידה לממן אותן? לעתים קרובות יהיה צורך לנתח את כוונותיה של הנהלת החברה בנושא, כמו גם את מידת המסוגלות שלה להוציא לפועל את האסטרטגיה שהצהירה עליה.