# על פי הספרות הכלכלית השיטה העדיפה להערכת שווי חברת החזקות היא שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV)

מעריך השווי רועי פולניצר מסביר כי שיטת ה- NAV היא כיום השיטה המקובלת בעולם להערכת שווי חברות החזקה.

על פי הספרות הכלכלית השיטה העדיפה להערכת שווי חברת החזקות (Investment Company) היא שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV- Net Asset Value). לפי שיטה זו, שווייה של חברת ההחזקות נקבע לפי השווי הכלכלי של הנכסים שברשותה בניכוי השווי המאזני של התחייבויותיה הפיננסיות נושאות הריבית. ככל שהשווי הכלכלי של נכסי חברת ההחזקות עולה על השווי המאזני של התחייבויותיה הפיננסיות, כך ערכה גדול יותר. ולהיפך: ככל שהשווי המאזני של התחייבויותיה הפיננסיות של חברת ההחזקות עולה על השווי הכלכלי של נכסיה, כך ערכה קטן יותר.

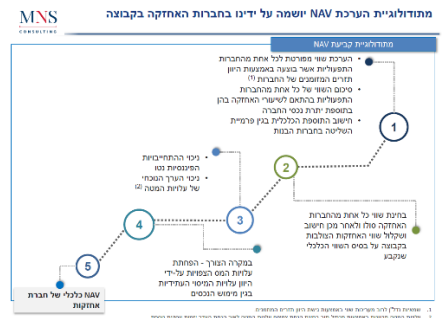
את שווי הנכסים של חברת ההחזקות מחשבים על בסיס הערך הכלכלי הנוכחי של הנכסים (היוון שכולל פרמיית סיכון) כאשר חברת ההחזקות מוערכת כעסק חי. לאמור- הערכת שווי הנכסים מתבססת על הערכת התמורה הכלכלית התזרימית העתידית (DCF) הצפויה לנבוע מכל אחד מהם (זרמי מזומנים חזויים אלה מהוונים למועד ההערכה על פי שיעור היוון המותאם למידת הסיכון הגלומה בתחזיות על פני משך אופק ההיוון), כאשר ההערכה נגזרת מהנחות המעריך לגבי הסביבה הכלכלית, תשואה וסיכון הנכס ועוד. דהיינו לפי שווי הנכסים בעסקת מכירה בין מוכר מרצון לקונה מרצון ללא לחץ על אחד הצדדים לביצוע מהיר של העסקה. אם מורידים משווי זה את כל ההתחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית, נטו (קרי, את החוב נושא הריבית בניכוי מזומן, כאשר הון חוזר לא נלקח בחשבון) והערך הנוכחי של עלות התקורות (המתייחס לחלק התקורות המתחזק את ההחזקות הקיימות ולא ליזמות חדשה) של חברת ההחזקות מקבלים את השווי הנכסי הנקי (NAV), השווה להון העצמי הכלכלי של חברת ההחזקות (נציין כי המאזנים בנויים לפי הנוסחה: נכסים פחות התחייבויות שווה הון עצמי).

החיסרון העיקרי של שיטת ה- NAV הוא בכך שהיא מתייחסת לחברת ההחזקות כאל אוסף של נכסים בפורטפוליו (תיק השקעות) ולא כאל גוף עסקי חי ( Going concern).

השווי הכלכלי של הנכסים משפר את שיטת ה- NAV המקורית המחושבת כפער שבין השווי המאזני של הנכסים והשווי המאזני של ההתחייבויות הפיננסיות, בכך שהוא מוסיף לשווי הנכסי הנקי גם את שווי המוניטין של חברת ההחזקות. נאמר מראש שווי מוניטין זה הוא די תאורטי שכן קשה מאוד להעריכו בכלים כמותיים היות שהוא מורכב מגורמים לא-מוחשיים כמו יתרונות לגודל המסייעים לכלל המרכיבים בחברת ההחזקות (כולל: בזמינות ועלות המימון, יעוץ והכוונה אסטרטגיים ועוד), שאיפה לסינרגטיות בפעילויות בשווקים ועוד, ה-DEAL FLOW של חברת ההחזקות לביצוע השקעות מוצלחות ע"י החברות המחזיקות, השקעה במגוון השקעות היוצרות פיזור סיכונים ומיתון התנודתיות בתוצאות הכוללות וכד'.

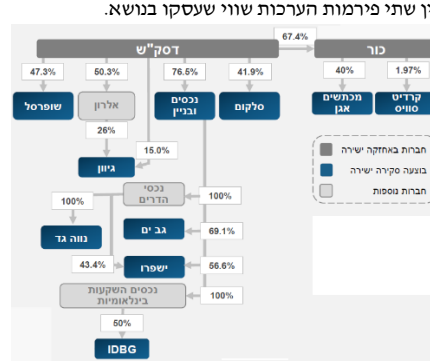
יחד עם זאת מקובל מאוד להשתמש בשיטת ה- NAV במקרים בהם מדובר בחברות כושלות שנקלעו לקשיים – דהיינו בחברות שלמוניטין שלהן אין כמעט שווי וכל מה שנותר להן הוא שווי הנכסים נטו. כמו כן נהוג להשתמש בשיטת ה- NAV לקביעת "מחיר ריצפה" בעת הערכת שווי החברה. דהיינו מהו המחיר המינימלי שיש לדרוש עבור החברה – מחיר שמתחתיו אין כל הגיון לרדת. ברור שכל מקרה המוכרים יעשו מאמץ לקבל מחיר גבוה מ"מחיר הריצפה". רק במקרים קיצוניים, בהם לא ניתן להשיק מחיר טוב יותר, והמוכרים לחוצים ואינם יכולים להמתין עד שיימצאו קונים טובים יותר, או עד שמצב החברה ישתפר, הם ימכרו את החברה באותו "מחיר ריצפה".

שימוש נוסף בשיטה הוא כאמור להערכת חברות החזקות (כמו "כור תעשיות", "השקעות דיסקונט" ו"אי די בי חברה לפיתוח") שלהן החזקות רבות, חלקן מניבות וחלקן לא מניבות. במקרים אלה יש לשיטת ה- NAV משמעות כלכלית רבה יותר מאשר לערך הנוכחי של הרווחים הצפויים בעתיד (שכן לא כל נכסי חברת ההחזקות מניבים רווחים), הלא היא שיטת ה- DCF.




## פערים בהערכת שווי נכסי חברת החזקות

יש לזכור שכאשר מדובר בהערכות שווי של חברות קשה להגיע לנתון אחיד ומוסכם, שכן מדובר בהערכות ואומדנים ולא בנתון מדויק וחד משמעי. כך לדוגמא, בהערכת שווי חברת שופרסל בע"מ (חברת הבת של דסק"ש) במסגרת בחינת יכולת הפירעון של חברת הסבתא אי די בי חברה לפתוח בע"מ, התגלה פער של 537 מיליון ₪ בין שתי פירמות הערכות שווי שעסקו בנושא.




חברת פאהן קנה יועצים בע"מ העריכה את שופרסל ב- 3,637 מיליון ₪ (בטווח שבין 3,484 ל- 3,790 מיליון ₪) ואילו חברת MNS Consulting העריכה את שופרסל ב- 3,100 מיליון ₪ (בטווח שבין 3,000 ל- 3,200 מיליון ₪). בהערכת שווי חברת סלקום ישראל בע"מ (אף היא הבת של דסק"ש וחברה נכדה של אי די בי פיתוח) התגלה פער גדול במיוחד. חברת פאהן קנה יועצים בע"מ העריכה את שווי סלקום ב- 4,921 מיליון ₪ (בטווח שבין 4,808 ל- 5,034 מיליון ₪) בעוד שחברת MNS Consulting העריכה את שווי סלקום ב- 4,300 מיליון ₪ (בטווח שבין 4,200 ל- 4,400 מיליון ₪). פערים דומים התגלו בין שתי פירמות הערכות השווי כמעט בכל נכסי דסק"ש.

## שיטת השווי הנכסי הנקי: המקרה של אי די בי פיתוח

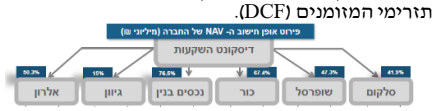
כפי שצוין לעיל, שיטת ה- NAV היא היום השיטה המקובלת בעולם להערכת שווי חברת החזקות, שברשותה החזקות רבות שחלקן מניבות וחלקן לא. במקרים אלה, יש לשיטת ה- NAV משמעות כלכלית רבה יותר לשיטת ה- DCF, שכן חלק מנכסי ההחזקות לא מניבים כלל רווחים.

כך לדוגמא, פירמת הערכות השווי "שווי פנימי – מעריכי שווי תלויים" מיסודו של האקטואר רועי פולניצר הכינה הערכת שווי של אי די בי חברה לפיתוח ליום ה- 15 בספטמבר 2013 לצורך בחינת מתווה העסקה לרכישת השליטה באי די בי חברה לאחזקות בע"מ, על ידי חברת אמבלייז בע"מ ושותפים במסגרת הסדר נושים. "אי די בי פיתוח" הינה חברת החזקות בעלת תיק השקעות מבוזר הכולל בין היתר גם עסקי ביטוח ותיירות. אי די בי פיתוח נשלטת על ידי אי די בי אחזקות.

בהתחשב באופי פעילות אי די בי פיתוח כחברת החזקות הוחלט בפירמת הערכות השווי "שווי פנימי" להעריך את שווייה של אי די בי פיתוח בשיטת ה- NAV כמקובל בספרות המקצועית ולא בשיטת ה- DCF. לדברי מעריך השווי האחראי מטעם "שווי פנימי", האקטואר פולניצר: *"שיטת ה- NAV היא "סוס העבודה" המקובל כיום בעולם בתחום הערכת שווי חברות החזקה ועל כן בחרתי להשתמש בה להערכת שווי כור, דסק"ש ואי די בי פיתוח".*

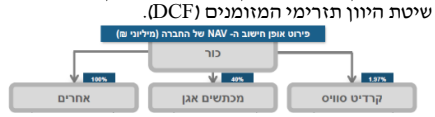
על פי הערכת השווי שביצעה "שווי פנימי" השווי הכלכלי של החזקות אי די בי פיתוח (שבתרשים לעיל) כעסק חי נאמד בכ- 5,748 מיליון ₪. ההתחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית, נטו נאמדו בכ- 4,707 מיליון ₪ ושווי התקורות נאמד בכ- 208 מיליון ₪ - ולכן שוויה הנכסי הנקי של אי די בי פיתוח ליום ה- 15 בספטמבר 2013 נאמד בכ- 833 מיליון ₪.

דסק"ש הינה חברת החזקות בעלת תיק השקעות מבוזר הכולל בין היתר גם עסקי תקשורת וקמעונאות. דסק"ש נשלטת על ידי אי די בי פיתוח. בהתחשב באופי פעילות דסק"ש כחברת החזקות הוחלט כאמור ב"שווי פנימי" להעריך את שווייה של דסק"ש בשיטת הערך הנכסי הנקי (NAV) כמקובל בספרות המקצועית ולא לפי שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF).




על פי הערכת השווי שביצעה "שווי פנימי" השווי הכלכלי של החזקות דיסקונט השקעות או בכינויה הבורסאי דסק"ש (שבתרשים לעיל) בהנחת עסק חי נאמד בכ- 7,734 מיליון ₪. ההתחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית, נטו נאמדו בכ- 4,889 מיליון ₪ ושווי התקורות נאמד בכ- 208 מיליון ₪ - ולכן שוויה הנכסי הנקי של דסק"ש ליום ה- 15 בספטמבר 2013 נאמד בכ- 2,637 מיליון ₪.

כור תעשיות בע"מ הינה חברת החזקות בעלת תיק השקעות מבוזר הכולל עסקי בנקאות, השקעות וכימיה לחלקאות. כור תעשיות נשלטת על ידי דסק"ש. בהתחשב באופי פעילות כור תעשיות כחברת החזקות הוחלט כאמור ב"שווי פנימי" להעריך את שווייה של כור תעשיות בשיטת הערך הנכסי הנקי (NAV) כמקובל בספרות המקצועית ולא לפי שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF).




על פי הערכת השווי שביצעה "שווי פנימי" השווי הכלכלי של החזקות כור (שבתרשים לעיל) בהנחת עסק חי נאמד בכ- 6,196 מיליון ₪. ההתחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית, נטו נאמדו בכ- 2,744 מיליון ₪ ושווי התקורות נאמד בכ- 12 מיליון ₪ - ולכן שוויה הנכסי הנקי של כור ליום ה- 15 בספטמבר 2013 נאמד בכ- 3,440 מיליון ₪.

## לסיכום

על פי הספרות הכלכלית את שווייה של חברת החזקות מקובל לאמוד ע"פ שיטת ה- NAV. ערכי הנכסים של חברת ההחזקות מתקבלים מהערכות שווי המחשבות את השווי הכלכלי האמיתי של כל אחד מהנכסים בשיטת ה- DCF. מסך הצברם של שווי הנכסים של חברת ההחזקות יש להפחית את החוב הפיננסי, נטו. הנחת העבודה היא שעלותו הפנקסנית של החוב הפיננסי ברוטו במאזן חברת ההחזקות משקף את שוויו הכלכלי. הוא הדין כמובן גם לגבי יתרות המזומן, שווי המזומן וההשקעות הנזילות לטווח קצר של החברה. על מנת לקבל את השווי הנכסי הנקי של חברת ההחזקות יש להפחית מתוצאת הביניים שקיבלנו לעיל את הערך הנוכחי של עלויות הניהול. עלות ניהול חברת ההחזקות מיוחסת למאמציה של הנהלת חברת ההחזקות לחזק את ביצועי נכסיה. יש לזכור כי עלות הניהול כיום כוללת מרכיב ייזום שיש לנטרל. מקובל לקזז את מרכיב היזום ע"י הפחתת 50% מעלות הניהול כיום. מעלות הניהול יש לנכות מס חברות ולחשב את הערך הנוכחי של עלות הניהול ע"י היוון לאינסוף של עלות הניהול לאחר מס באמצעות שימוש במכפיל (נוסחת גורדון) שנע בין 8 ל- 10. במידה ולחברת ההחזקות יש התחייבויות בגין מסים נדחים במאזן, הרי שיש לנכות מהשווי הנכסי הנקי שקיבלנו את שוויין האקטוארי של התחייבויות אלו. נסביר כי מאחר ומסים אלו ישולמו בפועל בשלבים שונים בעתיד, הרי שאין דרך מדויקת להערכת שוויים בהווה. אי לכך מקובל להשתמש ב- 50% מההתחייבויות בגין המיסים הנדחים כיום כאומדן סביר לשווי האקטוארי של תשלומי המס העתידיים, ככל שישולמו ומתי שישולמו. **לסיכום, על פי הספרות הכלכלית השיטה העדיפה להערכת שווי חברות החזקה היא שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) ולכן בעולם נהוג לבצע הערכת שווי לחברות החזקה לפי שיטת ה- NAV ולא לפי שיטת ה- DCF.**