

שיטת התשואה על ההשקעה - חישוב מחיר ההון המשוקלל (WACC) (7/12)

חוב הנקוב במטבע זר

כאשר לחברה מקומית חוב הנקוב במטבע זר, או חוב הנקוב במטבע המקומי אך צמוד למטבע זר, מחיר חוב זה שונה ממחיר החוב במטבע המקומי. אף על פי שסיכון החברה זהה בעבור שני סוגי החוב, החוב הזר נושא עמו סיכון שער חליפין שהחוב המקומי אינו נושא בו. לכן כדי לחשב את מחיר החוב הנקוב במטבע זר של חברה מקומית יש לעשות שימוש במשוואה הבאה:

$$(1 + r_s) = (1 + r_{D,\$}) \times \left(\frac{1 + r_{f,\$} + CRP}{1 + r_{f,\$}} \right)$$

כאשר:

$r_{D,\$}$ - שיעור התשואה שדורשים בעלי החוב בחברה מקומית על חוב הנקוב במטבע המקומי.

r_s - שיעור התשואה שדורשים בעלי החוב בחברה מקומית על חוב הנקוב במטבע זר.

$r_{f,\$}$ - שיעור התשואה של נכס חסר סיכון במדינה המקומית.

$r_{f,\$}$ - שיעור התשואה של נכס חסר סיכון במדינה הזרה.

$CRP - \text{Country Risk Premium}$ - פרמיית הסיכון של המשק המקומי ביחס למשק הזר.

מציאת משקולות השוק:

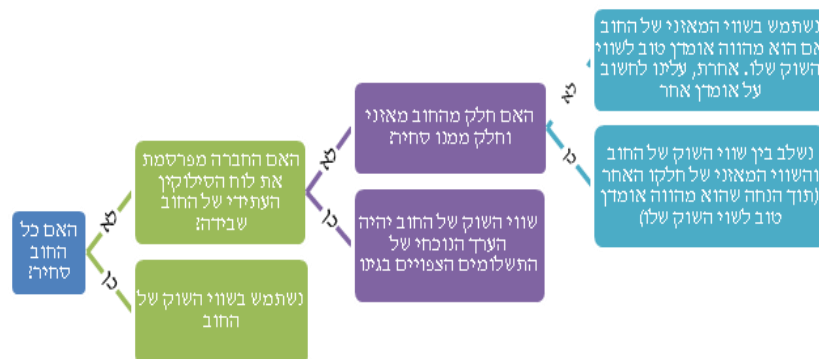
כאמור, כל הפרמטרים המוזכרים בפרק זה צריכים לשקף את עתידה של החברה ולא את עברה. בשל כך, בבואנו לקבוע את משקולות ההון הנדרשות לשם חישוב עלות ההון, עלינו להחליט אם מבנה ההון הנוכחי של הפירמה (במונחי שווי שוק) מהווה תחזית מדויקת של מבנה ההון העתידי שלה. אם להנהלת החברה תכניות ברורות לשנות את מבנה ההון, שיישומן אינו מוטל בספק, עלינו לעשות שימוש במבנה זה, גם אם מבנה ההון הנוכחי שלה אינו משקף אותו.

מציאת שווי השוק של החוב הפיננסי

חוב פיננסי יכול ללבוש צורות שונות, והנפוצות שבהן הן אגרות חוב וקווי אשראי. בעוד שנראה כי ההנחה השמרנית היא להגדיר את כל סוגי ההתחייבויות כחוב, הנחה זו עשויה להתגלות דווקא כלא שמרנית, מכיוון שעלות ההון המשוקללת שתקבל תהיה מוטה כלפי מטה. סיווג ההתחייבויות השונות צריך להיות עקבי עם כללי הסיווג הנהוגים בביצוע הערכות שווי.

אומדן לשווי השוק של ההתחייבויות המסווגות כחוב פיננסי יתבצע כמתואר בתרשים הזרימה שלהלן:

תרשים: סדר הפעולות בקביעת אומדן לשווי השוק של החוב הפיננסי



במקרה שמדובר בהלוואות שאינן סחירות אפשר לקחת את השווי בספרים כשווי השוק כל עוד תנאי ההלוואה תואמים לתנאי השוק. במקרים אחרים יש לחשב את ערכם הנוכחי של חובות החברה, ולהוון באמצעות מחיר החוב של החברה:

$$\text{Market Value of Debt} = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + r_D)^i}$$

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.