



מתודולוגיה להערכת שווי יחסי מיזוג

מאת: רועי פולניצר

ישנן מספר מתודולוגיות לקביעת יחסי המיזוג, כאשר בפרקטיקה בכל מיזוג בוחנים את המתודולוגיות הרלוונטיות לחברות המתמזגות ולמאפייני השווקים בהן פועלות החברות המתמזגות. בפועל, מקובל לערוך שילוב של מספר מתודולוגיות לצורך קביעת יחס המיזוג הסופי. קביעת יחסי המיזוג נעשית על בסיס השוואה בין סט פרמטרים פיננסיים ואיכותיים, כאשר לכל אחד מהם ניתן משקל יחסי.

להלן הפרמטרים הפיננסיים המקובלים לקביעת יחסי מיזוג:

➤ **השוואת שווי מניה ושווי חברה** - משווים בין שווי החברות המתמזגות על בסיס הערכת שווי פרטנית או על בסיס נתוני שווי מניות החברות. בדרך כלל מקובל לנתח את שווי מניות החברות המתמזגות לאורך תקופה ארוכה על מנת לנטרל שינויים חד פעמים והשפעת אירועים חריגים.

➤ **השוואת יחסי הון עצמי** - השוואה בין ההון העצמי של החברות כמדוזן בדוחות הכספיים. מקובל ביחס זה לנטרל או להוסיף להון העצמי פריטים שאינם חלק מעסקת המיזוג. לדוגמה נכסי נדל"ן שאינם נכנסים לחברה הממוזגת יפחיתו את ההון העצמי של החברה הרלוונטית. גם כאן מקובל לבצע ניתוח היסטורי של ההון העצמי לצורך נטרול אירועים חד פעמיים או שינויי שיטה חשבונאית. השנה הדבר הופך להיות קריטי לאחר המעבר לדיווח על בסיס ה-IFRS.

➤ **השוואת יחסים מאזניים נבחרים** - היחסים המאזנים המקובלים להשוואה הם יחסי הון החוזר ורמת החוב הפיננסי, כאשר חשוב לנתח רמות מייצגות של הון חוזר לאורך שנות פעילות ולבחון האם יתרות המלאי, לקוחות וספקים שמועברות לחברה הממוזגת הן יתרות חריגות או מייצגות.

➤ **מדדי איתנות פיננסית** - מדדים אילו כוללים מדדים כדוגמת מדד אלטמן, כאשר מבוצעת השוואה לאורך שנים בין מדדי האיתנות הפיננסית של החברות.

➤ **השוואת מחזורי פעילות** - השוואה מחזורי ההכנסות הנוכחיים וההיסטוריים של החברות.

➤ **השוואת תוצאות רווחיות** - הממוקדת בעיקר ברווחיות התפעולית המייצגת, EBITDA ורווח הנקי של החברות הממוזגות

➤ **השוואת שיעורי רווחיות** - ההשוואה ממוקדת בשיעור הרווחיות התפעולית של החברות תוך ניתוח מגמות היסטוריות וההשלכות שלהן על שיעורי הרווחיות בעתיד של החברה הממוזגת.

➤ **השוואת תזרימי מזומנים** - בעיקר תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת ותזרימי המזומנים לאחר השקעות בציוד ורכוש הנדרשים לשימור הרמה השוטפת של רווחיות החברות.



להלן פרטי המשרד:

משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי מתמחה בביצוע הערכות שווי בלתי תלויות לתאגידים, פרויקטים, מגזרים, נכסים בלתי מוחשיים, מחירי העברה בין חברתיים, נכסים והתחייבויות המועברים בעסקאות עם בעלי עניין/שליטה ומבצע עבודות ייחוס עלויות רכישה (PPA) ותמחור מכשירי הון מורכבים, נגזרים משובצים, איגרות חוב להמרה ואופציות, ESOP ו-409A, יעוץ לחשבונאות גידור ובדיקות אפקטיביות (Effectiveness Tests), זכויות והתחייבויות מותנות, ערבויות, נזיקין ובטוחות. הערכות השווי ניתנות לצרכי אמידת השווי ההוגן, בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראליים, בין לאומיים (IFRS) ואמריקאים (US GAAP) לצרכי היערכות לקראת מיזוגים, רכישות ותהליכי מכירה, לצרכי רשויות המס השונות, כחוות דעת לצרכים משפטיים ומטרות חשבונאיות ועסקיות אחרות. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות ופרטיות בישראל, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וגופים פיננסיים.



להלן פרטי השכלת מעריך השווי מטעם שווי פנימי: מר רועי פולניצר:

בעל תואר MBA (בהצטיינות) במנהל עסקים, תואר BA (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון, מחזיק בהסמכה כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV), בהסמכה כמעריך שווי מימון כמותי (QFV), הסמכה כמודליסט פיננסי וכלכלי (FEM), הסמכה כאקטואר סיכוני שוק (MRA), הסמכה כאקטואר סיכוני אשראי (CRA), הסמכה כאקטואר סיכונים תפעוליים (ORA), הסמכה כאקטואר סיכוני השקעות (IRA), הסמכה כאקטואר סיכוני חיים (LRA) והסמכה כאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) כולם מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), ובעל הסמכה בינלאומית כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) והסמכה כמנהל סיכונים מוסמך (CRM) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM).



להלן פרטי ניסיונו המקצועי של מעריך השווי כאמור

בעלים של משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים. לשעבר מרצה בהערכת שווי תאגידיים ומגזרים במט"י חיפה, מרצה בסטטיסטיקה ותהליכים סטוכסטיים ביחידה ללימודי חוץ של אוניברסיטת אריאל, מרצה בנגזרות וניהול סיכונים בפקולטה לניהול במכללה האקדמית אחוה, מרצה בניתוח דוחות כספיים והערכות שווי בבית הספר לכלכלה במכללה האקדמית אשקלון, עוזר מחקר בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית של ד"ר שילה ליפשיץ, ראש תחום הערכות השווי במשרד רואי החשבון רווה-רביד (כיום Russell Bedford ישראל), מנהל סיכונים וראש תחום שווי הוגן של חברת עגן יעוץ אקטוארי פיננסי ועסקי בע"מ, מנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון ומרצה בקורסים בתחום ניתוח ניירות ערך ומכשירים פיננסיים ובניהול תיקים בקורס הכנה פרטי לבחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל.