



האם יש הבדל בין ביצוע הערכת שווי של חברה פרטית לבין ביצוע הערכת שווי של חברה ציבורית?

מערך השווי האקטואר רועי פולניצר עונה על השאלה האם קיים הבדל בין הערכת שווי חברה פרטית לבין הערכת שווי חברה ציבורית.

תזרים מזומנים צפויה מהפעילות ואת אותו שיעור היוון הרי שהערך הנוכחי של תזרימי המזומנים מהפעילות פלאפון תהיה זהה לערך הנוכחי של תזרימי המזומנים מהפעילות של סלקום. "בדיוק", עניתי.

"עכשיו בוא נסדר את הדברים", אמרתי, "יצא לנו בדוגמא שלנו שלפלאפון ולסלקום יש את אותו שווי פעילות למועד הערכה מסוים, נניח 6 מיליארד ₪. בהינתן ההנחה הרביעית של פולניצר, הואיל ולפלאפון ולסלקום יש אותו מאזן נכון למועד ההערכה, הרי שערכם הנוכחי של הנכסים העודפים של פלאפון לאותו מועד ההערכה יהיה זהה לערכם הנוכחי של הנכסים העודפים של סלקום לאותו מועד ההערכה, נניח 0.25 מיליארד ₪". "אני מבין לאן אתה חותר", אמר היועץ הכלכלי, "אם יש להם את אותו מאזן אז גם החוב הפיננסי שלהן זהה לאותו מועד ההערכה". "בדיוק כך", עניתי, "ונניח שלכל אחת מהן יש חוב פיננסי של 2.25 מיליארד ₪".

"אז נעשה סדר ברשותך", אמרתי, "לפלאפון ולסלקום יש לאותו מועד ההערכה שווי פעילות זהה של 6 מיליארד ₪, ערך נוכחי של נכסים עודפים זהה של 0.25 מיליארד ₪ וכמובן חוב פיננסי זהה של 2.25 מיליארד ₪. מקובל?". "כן, מקובל", ענה היועץ הכלכלי. "כעת", אמרתי, "כל מה שנותר לנו הוא להעריך את שווי ההון העצמי (שווי החברה) של כל אחת מהן לאותו מועד ההערכה". "הבנתי אותך", אמר היועץ הכלכלי, "אתה מוסיף לשווי הפעילות של כל אחת מהן את ערך הנכסים העודפים שלה ומכנה ממנו את ערך החוב הפיננסי שלה ומקבל שווי הון עצמי של 4 מיליארד ₪. נכון?". "אמת ויציב", עניתי. "אז מה למדנו מהדוגמא הנ"ל?", שאלתי. "אמנם הסברת לי שאין הבדל בין הערכת שווי חברה פרטית לבין הערכת שווי חברה ציבורית, אבל מה לגבי שווי המניה של שתי החברות".

"נתחיל מזה שפולניצר במאמריו קובע שהן שווי פעילות והן שווי הון עצמי (שווי חברה) לעולם צריכים להיות במונחים סחירים, ולכן כאשר אנו לוקחים שתי חברות דומות, אחת פרטית ואחת ציבורית ומניחים את חמשת ההנחות שלו – אז אנו מקבלים הן ששווי הפעילות שלהן זהה והן ששווי ההון העצמי שלהן זהה", אמרתי, "לגבי המניות, ההנחה השישית של פולניצר היא שמבנה ההון העצמי של שתיהן הוא אחיד ומורכב מאותו סוג של מכשיר הוני (נניח לשם הדוגמא מניה רגילה 1 ₪ ע.ב. במקרה דנן שלפינו). אז בהנחה שמספר המניות הנפרעות של כל אחת מהן הוא בדיוק 160 מיליון (0.16 מיליארד), הרי ששווי מניית סלקום ושיווי מניית פלאפון הינו זהה ושווה ל-25 ₪ למניה. אבל נשאלת השאלה, האם תהיה מוכן לקנות את מניית פלאפון באותו מחיר כמו את מניית סלקום?". "ממש לא", ענה היועץ הכלכלי, "את מניית סלקום ניתן למכור בבורסה מידי יום ואת מניית פלאפון לא". "תודה רבה, שבת שלום", עניתי.

פולניצר, כדי לחדד את הדוגמא, מוכן?", שאלתי. "מהן ההנחות שלו?", שאל היועץ הכלכלי. "ההנחה הראשונה של פולניצר", עניתי, "היא שנתח השוק והסביבה העסקית של סלקום ופלאפון זהים – גם אם במציאות זה לא נכון – זוהי ההנחה שלו. מקובל עליך?". "מקובל", ענה היועץ הכלכלי.

"ההנחה השנייה של פולניצר", המשכתי, "היא שלסלקום ולפלאפון יש את אותם דו"חות רווח והפסד 5 שנים אחורה ואותם דוחות על תזרימי המזומנים 5 שנים אחורה – אותם מספרים בדיוק, כאילו אחד הועתק מהשני באמצעות נייר קופי. מקובל עליך?". "מקובל", ענה היועץ הכלכלי.

"ההנחה השלישית של פולניצר", המשכתי, "היא שלסלקום ולפלאפון יש את אותו פוטנציאל צמיחה הן בטווח הבינוני (5 שנים קדימה) והן בטווח הארוך (לאינסוף). מקובל עליך?". "מקובל", ענה היועץ הכלכלי.

"בהינתן שלושת ההנחות הראשונות של פולניצר", הסברתי, "הרי שאם נרצה לבנות את תחזית תזרימי המזומנים (לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת) הצפויה מהפעילות של פלאפון הן לתקופה של 5 שנים קדימה (שלה נקרא תקופת התחזית) והן משנה 6 ועד לאינסוף (שלה נקרא לטווח הארוך), הרי שתחזית תזרימי המזומנים הצפויה מהפעילות של פלאפון תהיה זהה בדיוק, אחת לאחת, לתחזית תזרימי המזומנים הצפויה מהפעילות של סלקום הן בתקופת התחזית והן לטווח הארוך. מקובל עליך?".

"ההנחה הרביעית של פולניצר", המשכתי, "היא שלסלקום ולפלאפון יש את אותם מאזנים 5 שנים אחורה וההנחה החמישית שלו היא שתיהן חשופות לאותם סיכונים פיננסיים (סיכוני שוק, סיכוני אשראי ועוד) ולאותם סיכונים ספציפיים (ענף, רגולציה, גודל וכו'). מקובל עליך?". "מקובל", ענה היועץ הכלכלי.

"בהינתן ההנחה הרביעית והחמישית של פולניצר", הסברתי, "הרי שאם נרצה להעריך את התשוואה הנדרשת על פעילות פלאפון כפונקציה של רמת הסיכון של פעילותה ומבנה ההון שלה (קרי, שיעור ההיוון שלה), הרי ששיעור ההיוון הראוי לפעילות פלאפון יהיה זהה בדיוק, אחד לאחד, לשיעור ההיוון הראוי לפעילות סלקום. מקובל עליך?". "מקובל", ענה היועץ הכלכלי.

"כעת, אם נרצה לחשב את שווי הפעילות של פלאפון ואת שווי הפעילות של סלקום לאותו מועד הערכת שווי", הסברתי, "כל שעלינו לעשות הוא לחשב את הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים מהפעילות של כל אחת מהן". "הבנתי אותך", אמר היועץ הכלכלי, "בהינתן שלשתיהן יש את אותה תחזית

השבוע נשאלתי על ידי יועץ כלכלי, אשר יודע שאני מעריך שווי תאגידים מוסמך ובמקרה גם מנכ"ל לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), האם יש הבדל בין ביצוע הערכת שווי של חברה פרטית לבין ביצוע הערכת שווי של חברה ציבורית? כמו יהודי טוב עניתי ליועץ הכלכלי בשאלה "אתה רוצה את התשובה הקצרה או את התשובה הארוכה" והוא גם כן כמו יהודי טוב ענה "גם וגם".

"התשובה הקצרה", כך עניתי לו, היא שלמיטב ידיעתי וניסיוני כמערך שווי אין הבדל בין ביצוע הערכת שווי של חברה פרטית לבין ביצוע הערכת שווי של חברה ציבורית, שיטת זרמי המזומנים המנוכים (DCF) מתאימה גם לחברות ציבוריות וגם לחברות פרטיות. הוא הדיון הן לגבי שיטת השווי הנכסי הנקי המתואם (ANVA) והן לגבי שיטת המכפיל. שיטות ההערכה הן אותן שיטות והים הוא אותו ים".

"עכשיו אפשר בבקשה את התשובה הארוכה והמנומקת?", הוא שאל. "כן" עניתי לו, "אני מאוד אוהב את הדוגמא המצוינת של האקטואר רועי פולניצר, מייסד ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל שלדעת רבים בענף הוא בר סמכא בהערכות שווי. ולכן אני רוצה להשתמש בה כדי להבהיר זאת". "שמעתי על פולניצר", אמר היועץ הכלכלי, "אומרים שהוא מקצועי מאוד ושהוא הקים איגוד מוכר בעל מוניטין. מהי הדוגמא של אותו פולניצר?", שאל היועץ הכלכלי. "ניקח שתי חברות מאותו ענף, נניח ענף התקשורת הסלולארית", התחלתי, "ניקח את סלקום וניקח את פלאפון. האם אתה יודע מה ההבדל ביניהן?". "אולי בנתח השוק או בטכנולוגיה", ענה היועץ הכלכלי.

"לא", עניתי בפסקנות, "ההבדל ביניהן הוא שבעוד שמניותיה של חברת סלקום ישראל בע"מ רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב הרי שמניותיה של חברת פלאפון תקשורת בע"מ אינן רשומות למסחר באף בורסה". "לא ידעתי את זה", ענה לי היועץ הכלכלי. "לא הרבה יודעים זאת", עניתי, "אך פלאפון היא חברה בת של בזק המוחזקת ב-100% על ידי חברת בזק". "טוב לדעת", ענה היועץ הכלכלי. "אז יש לנו כאן 2 חברות המתאימות לענף ה-Telecom (Wireless) על פי הסיווג הענפי של המלומד ה"ח Aswath Damodaran SIC 4812 - Radiotelephone Communications, רק שאחת מהן, סלקום במקרה דנן שלפינו היא חברה ציבורית בעוד שהאחרת, פלאפון במקרה דנן שלפינו היא חברה פרטית", הסברתי, "יש מבין?". "יש", ענה היועץ הכלכלי.

"כעת נניח את סדרת ההנחות החזקות של