



אמידת מחיר החוב הנורמטיבי של חברה; ממודל מרטון ועד לעקומי תשואות דרך מודל לדירוג סינטטי

מעריך השווי האקטואר רועי פולניצר מסביר מהי הפרקטיקה המקובלת כיום בעולם הערכת השווי לאמידת מחיר החוב הפיננסי של חברה לצורך שיקולו במחיר ההון המשוקלל שלה (WACC) המשמש בתורו להיוון תזרימי המזומנים הפנויים של החברה במודל ה- DCF להערכת שווייה.

מאחר ולרוב ישנה שונות גבוהה בין מאפייני החברות השונות, כגון: מבנה, אופי הפעילות והיקפי פעילות, אין משמעות רבה לערכים האבסולוטיים של הפרמטרים. לפיכך, מקובל לעשות שימוש ביחסים שבין פרמטרים פיננסיים שונים. לאמור- יש לבחון את מצבה של החברה הן בערכי היחסים כשלעצמם, והן בהשוואה ליחסים אלה אצל חברות דומות, תוך התייחסות פרטנית והסתכלות כוללת על מכלול התכונות.

אם הוקצה לחברה דירוג אשראי על ידי סוכנות דירוג מוכרת (מה שנקרא דירוג פומבי), הרי שמעריך השווי יכול לאמוד את מחיר החוב הנורמטיבי של החברה על בסיס עקום תשואות הנורמטיבי לדירוגה הפומבי של החברה, מבלי לבחון כלל את איכות האשראי שלה (ה- Credit Worthiness) נכון למועד הערכת השווי.

מאידך, אם החברה איננה מדורגת בצורה פורמלית על ידי סוכנות דירוג מוכרת, הרי שמעריך השווי צריך לאמוד תחילה את דירוג האשראי ה"סינטטי" של החברה על בסיס מודלים לדירוג סינטטי (Synthetic Credit Rating). אע"פ כי פירמת הערכות השווי "שווי פנימי" פיתחה מודל ממוחשב לדירוג סינטטי לחברות - כאשר בחינת יכולת הפירעון והאיתנות הפיננסית של חברה הינה אחד הדברים המורכבים לאמידה.

"שווי פנימי" מציעים לצרף מספר יחסים ביחד לכדי מודל סטטיסטי המבוסס לרוב על גרסיה מרובת משתנים וזו לשיעור באמידת דירוג האשראי הסינטטי של חברות. האקטואר רועי פולניצר, שהוא הבעלים של "שווי פנימי" פרסם את מודל הדירוג שלו החדש.

המודל שלו מתבסס על ארבעה יחסים פיננסיים והוא אומד פונקציה שמסייעת לסווג חברה לאחד מתוך 24 דירוגי אשראי שונים (בסולם הדירוג הישראלי כמובן). כלומר, משעה שמעריך השווי אמד את הדירוג הסינטטי של החברה נכון למועד הערכת השווי באמצעות מודל דירוג סינטטי כזה או אחר, הוא יכול לאמוד את מחיר החוב הנורמטיבי שלה על ידי חיפוש בפורטלים הפיננסיים השונים (כגון: ביזפורטל, גלובס ודה-מרקר) מהו שיעור התשואה לפדיון השנתי (ברוטו) הנדרש עבור דירוג האשראי הסינטטי שהתקבל מהמודל, הן למח"מ (משך חיים ממוצע) הרצוי והן לאפקי ההצמדה הרצוי (כגון: שקלי, צמוד, דולרי או יורו).

הפרקטיקה המקובלת, היא להשתמש במטריצת ריביות להיוון מגורם מצטט מוכר בישראל נכון למועד הערכת השווי למח"מ הרצוי ולאפקי ההצמדה הרצוי. אע"פ כי פירמת הערכות השווי "שווי פנימי" פיתחה מתודולוגיה ייחודית לבניית עקומי תשואות להיוון תזרימי המזומנים של מכשירים (נכסים והתחייבויות) פיננסיים בכלל ולהתחייבויות פנסיוניות בפרט.

בשווי פנימי מציעים 4 סוגי מטריצות ריביות להיוון (הכוללות 25 עקומי ריביות כל אחת): לא צמודה/נומינלית, צמודת מדד/ריאלית, דולרית בישראל ויורו בישראל למח"מים של בין רבעון ליוכל (בטוחי זמן של שלושה חודשים), למח"מ ודירוג אשראי נתונים. כל אחת מ-4 מטריצות הריביות הללו כוללת בחובה גם קטטור ריביות חסר סיכון (RF).

למעשה, באמצעות דירוג האשראי הסינטטי המתקבל ממודל הדירוג הסינטטי של "שווי פנימי", ניתן לאמוד את מחיר החוב הנורמטיבי של חברה מוערכת, על בסיס עקומי הריבית המצוטטים של "שווי פנימי" המצוטטים על ידה, ככל שאפשר בהתאמה למח"מ הרצוי ולאפקי ההצמדה הרצוי.

שבעלי המניות של החברה יקבלו את השווי השירי (ערך השאריה או במילים של בני אדם "את מה שישאר"). ברם, אם שווי המזומנים שיכנסו לקופת החברה כתוצאה מהמכירה הכפויה של נכסי החברה יהיה שווה או נמוך יותר מהערך ההתחייבתי של חובות החברה, אז בעלי החוב השונים של החברה יקבלו את כל המזומנים שהצטברו בקופה (בניכוי שכר טרחתו של המפרק) בעוד שבעלי המניות של החברה לא יקבלו מאום.

אין טוב יותר מלנסות להבין את מצב הדברים הזה באמצעות דוגמה מספרית. נניח לרגע שמודל מרטון הוא ישים ונכון וכי ההנחות שלו אכן מתקיימות במציאות. עוד נניח שלחברה כלשהי יש חובות בערך נקוב של 80 מיליון ₪.

אם נניח לרגע שהשווי התפעולי (קרי, שווי הפעילות העסקית) של החברה הוא 200 מיליון ₪ (על בסיס הערכת שווי שבוצעה במתודת DCF), אז על פי מודל מרטון בעת אירוע פירוק של החברה, בעלי החוב השונים של החברה יקבלו 80 מיליון ₪ (שזה בדיוק הערך הנקוב של חובות החברה). מה שאומר שלאחר כיסוי חובותיה של החברה, לבעלי המניות ישאר 120 מיליון ₪ (שזה למעשה שווי ההון העצמי, לחילופין שווי האקוויטי של החברה או לחילופי חילופין שווי החברה) לחלק בינם לבין עצמם. עד כאן, הכל טוב, כי יש מספיק כסף בקופת החברה.

מאידך, אם נניח לרגע שכעת השווי התפעולי של החברה הוא רק 70 מיליון ₪ (נס כן על בסיס הערכת שווי במתודת ה- DCF אבל על ידי מעריך שווי אחר ו/או למועד הערכת שווי אחר), אז על פי מודל מרטון בעת אירוע פירוק של החברה, בעלי החוב השונים של החברה יקחו את כל ה- 70 מיליון ₪ (כלומר יסכימו לתספורת של 10 מיליון ₪ על הערך הנקוב של החוב שמגיע להם - וכי האם יש להם בכלל בריה) בזמן שמחזיקי ההון העצמי יקבלו אפס אחד עגול. תוצאה אלו דורשות כמובן להניח שלא נדרשת כל התאמה בגין היעדר נזילות.

כעת נחזור למחיר החוב של החברה. אם מבנה ההון של החברה המוערכת כולל גם חוב פיננסי בנוסף להון העצמי, הרי שעל מעריך השווי לאמוד את ריבית השוק הנורמטיבית המייצגת של החברה נכון למועד הערכת השווי.

אע"פ כי בשום פנים ואופן אין לאמוד את מחיר החוב הנוכחי של החברה על בסיס מחיר החוב ההיסטורי של החברה. מדוע? כי למעשה ההנחה העומדת בבסיס שיטה זו היא כי העבר מייצג את ההווה, וכי ex-post מחיר החוב הוא מדד טוב למחיר החוב הנוכחי.

הבעיה במתודה זו של שימוש בריביות העבר כמייצגות את מחיר החוב הנורמטיבי של החברה, היא שלא תמיד המצב הפיננסי של החברה במועד הערכת השווי זהה למצב בעת נטילת ההלוואות ההיסטוריות - זה פעם אחת. ופעם שניה, מי אמר שלא חלו שינויים הן בסיבה העסקית והן במציאות הכלכלית (הווה ואומר, שברוב המקרים אין זהות בין התנאים הכלכליים ששררו במשק בעת גיוס ההלוואות לבין התנאים הכלכליים במועד הערכת השווי).

אע"פ כי על מחיר החוב להיות עקבי עם המצב הפיננסי של החברה המוערכת, בהתבסס על ניתוח השוואתי של היחסים התפעוליים של החברה המוערכת. דרך אחת לבחינת איתנותה הפיננסית של החברה היא ע"י השוואת הפרמטרים הפיננסיים העיקריים שלה ביחס לחברות מקומיות ו/או גלובאליות הפועלות באותו ענף.

מחיר החוב הפיננסי (המכונה גם "עלות החוב") הוא התשואה הצפויה למשקיעי החוב (למשל למחזיקי האג"ח של החברה או למעמדי ההלוואות לטובת החברה). רצוי לשים לב, שבעוד שמחיר ההון העצמי נאמד על בסיס לאחר מס, הרי שמחיר החוב הפיננסי נאמד על בסיס לפני מס (לפני השפעת המס, ללא קשר למגן המס על הריבית).

החוב הפיננסי הוא בדרך כלל פחות מסוכן מההון העצמי. מדוע? מאחר והחוב הפיננסי נמצא גבוה מעל לרכיבי ההון העצמי של החברה (קרי, מכשיריה ההוניים של החברה, כגון: מניות רגילות/בכורה, כתבי אופציה למניות רגילות/בכורה, כתבי אופציות למניות רגילות לעובדים בתוכנית ESOP, הלוואות המירות למניות רגילות/בכורה, אג"חים להמרה, הסכמי SAFE (וכי) בסדר הפירעון והנשייה LP- (Liquidation Preference).

על פי התיאוריה המימונית (המודל המפורסם של רוברט מרטון משנת 1974) בעלי המניות הנם בעלי אופציה להחזיר את חובות החברה כאשר שווייה ביום פקיעת החובות גבוה מערך הפדיון, או להעביר את החברה לבעלות המלווים כאשר ערך הפדיון עולה על שווי החברה. שווי האופציה של בעלי המניות הנו ערך השייר של החברה לאחר החזרת החובות.

במקרה של חדלות פירעון אשראי (מצב המוגדר על ידי מרטון ככזה שבו "שווי השוק של נכסי הפירמה נופל מתחת לשווי המאזני של חובותיה"), הרי שבעלי החוב פונים לבית המשפט ומגישים תביעה להכיר בחברה כחדלת פירעון. כפועל יוצא מכך בית המשפט ממנה לחברה מפרק אשר תופס את נכסיה ומתחיל להנזילם (קרי, להופכם ל"כסף חי") במסגרת "מכירה כפויה" (מכירה בהנחה גדולה, לאור מצוקת המזומנים שבו מצויה קופת החברה) כדי למלא את קופת החברה במזומנים כמה שיותר.

אע"פ כי במסגרת הליך של "מכירה כפויה" המפרק לא יקבל את השווי הכלכלי של הנכסים ואפילו לא את שווי השוק של הנכסים, אלא הרבה פחות. מדוע? כי כל העולם ואישותו רואים שהחברה "מדממת" וכולם מחכים לדיסקאונט (ירידה במחיר או הנחה) גבוה יותר על שווי הנכסים המוצעים למכירה.

אז לאחר שהסברתי שבעלי החוב נכנסים בעלי בעלי המניות, תופסים את נכסי החברה באמצעות המפרק ומנסים להכניס כמה שיותר כסף לקופת החברה ומה שיותר מהר (שימו לב לאוקסימורון "כמה שיותר ומה שיותר מהר" - זה אף פעם לא הולך ביחד) כדי לפרוע את התחייבויותיה של החברה כלפיהם, כעת נשאלת השאלה מה מצבם של בעלי המניות של החברה בסיפור הזה?

למעשה מחזיקי ההון העצמי של החברה, "מחכים בצד כמו כלבים רעבים המתבוננים על בעליהם בציפייה לראות בתום ארוחת הצהריים כמה עצמות". במילים אחרות, בעלי המניות מחכים לראות האם שווי המזומנים שיכנסו לקופת החברה כתוצאה מהמכירה הכפויה של נכסי החברה יספיק לכיסוי הערך ההתחייבתי של חובות החברה (כמובן שהחברה יכולה לבקש הסדר חוב שבמסגרתו תחול "תספורת" על הערך ההתחייבתי של חובות החברה).

על פי גישת מרטון אם שווי המזומנים שיכנסו לקופת החברה כתוצאה מהמכירה הכפויה של נכסי החברה יהיה גבוה יותר מהערך ההתחייבתי של חובות החברה, אז בעלי החוב השונים של החברה יקבלו את הערך ההתחייבתי של חובות החברה כלפיהם בעוד