

פיצול רכיבי אקוויטי ומכשירי הון/התחייבות מורכבים (PWERM / CCM / OPM)

מאת: ליטל נאור ורועי פולניצר

למען גילוי נאות הכותבים הינם מעריכי שווי העורכים חוות דעת אקטואריות וכלכליות, נותנים ייעוץ בתחומי הערכות השווי של תאגידי, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים וכן מתמנים ע"י בתי משפט ובתי דין כמעריכי שווי מוסמכים. הנושאים בהם עוסקים הכותבים בתחום הערכות שווי מימון תאגידי הינם, בין היתר: הערכת שווי תאגידי, מגורים ויחסי מיזוג; הערכות שווי נכסים בלתי מוחשיים לפי IAS 38; ייחוס עודף עלות הרכישה (PPA- Purchase Price Allocation) לפי IFRS 3; בדיקות פגימה (Impairment) למוניטין לפי IAS 36; הערכת שווי אופציות משובצות, אופציות ריאליות, ערבויות והלוואות לפי IAS 39; הערכת שווי כלכלי של כתבי אופציות לעובדים (ESOP) לפי IFRS 2 לרבות כלל ה-409A של ה-IRS; פיצול רכיבי אקוויטי ומכשירי הון/התחייבות מורכבים (PWERM / CVM / OPM) לפי IAS 32; הערכת שווי התחייבויות למדען הראשי לפי IAS 20; קביעת שווי הוגן למחירי העברה בין חברתיים ובין לאומיים (Arm's Length) וכיצא באלה הערכות שווי מימון תאגידי.

שיטת הנכסים המותנים (גישת Merton) משמשת לפיצול רכיבי אקוויטי ומכשירי הון/התחייבות מורכבים. על פי גישת Merton 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.

א. שיטת הנכסים המותנים

שיטת הנכסים המותנים (גישת Merton) היא היום השיטה המקובל בעולם לפיצול רכיבי אקוויטי ומכשירי הון/התחייבות מורכבים (ראה ספרו של דמודראן Damodaran on Valuation בהוצאת Wiley פרק 17, או ספרם של קרוהי, גלאי ומרק Risk Management, בהוצאת McGraw-Hill פרק 9).

על פי גישת Merton 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. יתרונה של השיטה נעוץ בכך שלא נדרשים הנחות על שיעורי היוון אשר עשויים להשפיע באופן משמעותי על תוצאת ההערכה. לחילופין, נעשה שימוש בפרמטרים אשר ניתנים להערכה באופן אמפירי.

להלן הפרמטרים העיקריים אשר נעשה בהם שימוש:

- ✓ מח"מ החוב
- ✓ סטיית התקן של תשואות נכס הבסיס

✓ שיעור הריבית חסרת הסיכון למח"מ החוב

✓ שווי נכס הבסיס

✓ ערך החוב העתידי

ב. דוגמא מספרית לייחוס השווי ההוגן של השקעת XXX בהלוואות הבעלים,

הון המניות והאופציות למניות חברת YYY לרכיביה ליום 31.12.2017

1. כללי

בדוגמא זו נקצה את שווי השקעתה של חברה XXX בחברת YYY בכללותה לסוגי מכשירי ההשקעה השונים – הלוואות הבעלים לסוגיהן, הון המניות והאופציות. בנוסף, נעריך את שיעורי הריבית האפקטיבית הגלומים בהלוואות הבעלים לסוגיהן. לצורך ההקצאה, הסתמכנו על השווי הממוצע המיוחס להשקעת בעלי המניות בהון המניות, הלוואות הבעלים והאופציות למניות של חברת YYY, אשר נאמד בכ- 1,273 מיליוני ₪ (ראו בהמשך) ולחלקה של חברת XXX הנגזר ממנו בסך כ- 1,081 מיליוני ₪ (על פי השיטה המתוארת בהערכת השווי).

הלוואות הבעלים מוצגות בדוחות הכספיים לפי עלות מופחתת בסך כ- 1,617 מליון ₪, אשר חושבה על פי שיעורי הריבית הראויים במועד שינוי התנאים. ערכן בספרים מהווה כ- 52% מיתרת הלוואות בפועל (קרן וריבית שנצברה) ליום 30.11.17 אשר מסתכמת בכ- 3,138 מיליון ₪. בהסכם בין בעלי המניות מיום 31.03.11 הוחלט כי הלוואות שהועמדו על ידי בעלי המניות לחברת YYY החל מיום 9 בספטמבר 2010, תהיינה עדיפות על הלוואות בעלים קודמות ויוחזרו לפני כל חלוקת דיבידנדים, וזאת בכפוף לתזרים המזומנים ולהתחייבויות כפי שנקבעו בהסכמים עם הבנקים. להלן יתרת הלוואות הבעלים ליום 30.11.17 (כולל ריבית צבורה):

<u>יחס</u>	<u>ערך</u> <u>בספרים</u>	<u>יתרה ליום</u> <u>30.11.17</u>	
	(מיליוני ₪)		
96%	849	889	הלוואות בעלות קדימות ראשונה ⁽¹⁾
49%	149	306	הלוואות בעלות קדימות שניה ⁽²⁾
32%	619	1,943	הלוואות נדחות ⁽³⁾
52%	1,617	3,138	סה"כ

(1) צמודות למדד ונושאות ריבית שנתית של 11%, אשר התקבלו מחודש דצמבר 2011 ואילך. חלקה של XXX בהלוואות אלה הינו כ- 88%.

(2) צמודות למדד ונושאות ריבית שנתית של 5.5%, אשר התקבלו מיום 9.10.10 ועד נובמבר 2011. חלקה של XXX בהלוואות אלה הינו כ- 75%.

(3) צמודות למדד ללא ריבית וללא מועד פירעון. חלקה של XXX בהלוואות אלה הינו כ- 51%.

2. מתודולוגיה

הקצאת השווי בין הלוואות הבעלים הון המניות והאופציות בוצעה על בסיס שיטת ה- OPM, של השכבות השונות, לפי סדר הקדימות בפירעון. הערכה בשיטת ה- OPM מביאה בחשבון את האופי ההוני של הלוואות הבעלים, ואת העובדה ששוויין נגזר משווי YYY. ההערכה בשיטת ה- OPM נועדה להקצאת השווי בלבד והינה בין השיטות המקובלות להקצאת שווי בין סוגים שונים של מניות, למשל בין מניות בכורה ומניות רגילות

השכבות שהוערכו בשיטת ה- OPM, כפי שיפורט להלן, הינן:

שכבה א': הון המניות (כולל אופציות על המניות);

שכבה ב': הון המניות + הלוואות הבעלים הנדחות;

שכבה ג': הון המניות + הלוואות הבעלים הנדחות + הלוואות הבעלים בקדימות שניה (ריבית 5.5%)

בהסתמך על הערכות אלו נגזר שווי הנכסים השונים, כדלקמן:

הון המניות: לפי כ- 83% משווי שכבה א' (משקף את חלקן של המניות הקיימות בדילול מלא);

אופציות למניות : לפי כ- 17% משווי שכבה א' (משקף את שיעור האופציות בדילול מלא) ;

הלוואות בעלים נדחות : לפי הפער בין השווי הנאמד של שכבה ב' לשווי הנאמד של שכבה א'.

הלוואות בעלים בקדימות שניה (5.5%) : לפי הפער בין השווי הנאמד של שכבה ג' לשווי הנאמד של שכבה ב'.

הלוואות בעלים בקדימות ראשונה (11%) : לפי הפער בין שווי הון המניות, האופציות והלוואות הבעלים הכולל שהוערך על ידנו, קרי כ- 1,257 מיליון ₪, לשווי הנאמד של שכבה ג'.

הערכת שווי השכבות השונות בוצעה על פי שיטת ה- OPM.

3. הנחות עבודה

שווי כל שכבה על פי שיטת ה- OPM נגזר ממספר משתנים :

א. שווי נכס הבסיס במועד ההערכה ("Spot") – נכס הבסיס בכל ההערכות הינו השווי הכולל של הון המניות והלוואות הבעלים, אשר הוערך על ידנו, כאמור, בכ- 1,257 מיליון ₪, כמפורט להלן :

מייצגת	2022E	2021E	2020E	2019E	2018E	2017A	
	(מיליוני שקלים חדשים)						
844	844	829	813	797	796	786	הכנסות
-438	-438	-435	-435	-432	-426	-423	עלות ההכנסות
406	406	394	378	365	370	363	רווח גולמי
-108	-108	-107	-106	-108	-107	-112	הוצאות מכירה, שיווק, הנחלה וכלליות
-92	-92	-100	-105	-110	-120	-120	פחת והפחתות
206	206	187	167	147	144	131	רווח תפעולי
-47	-47	-25	0	0	0	0	מסים
159	253	212	167	147	144	131	רווח תפעולי אחרי מס
92	92	100	105	110	120		פחת והפחתות
-92	-92	-92	-96	-104	-115		השקעות ברכוש קבוע
0	-2	-2	-2	-8	-10		השקעות בהון חוזר
159	251	218	174	146	140		FCF
4.5	4.5	3.5	2.5	1.5	0.5		אופק היוון
1,392	169	160	140	128	134		DCF

β_u	0.62	R_f	1.45%
D/E	79.53%	CS	9.17%
T	23%	Kd	10.62%
β_l	1.00		
R_f	1.45%	K_e	9.98%
($R_m - R_f$)	5.89%	E/(D+ E)	55.70%
β_l	1.00	Kd	10.62%
R_s	2.63%	D/(D+ E)	44.30%
K_e	9.98%	T	23.00%
g	1.50%	WACC	9.18%

2,122	שווי תפעולי (EV)
-849	חוב פיננסי, נטו (לא כולל הלוואות בעלים)
1,273	שווי ההון העצמי והלוואות בעלים

ב. תוספת המימוש של האופציה ("Strike") – ככל שתוספת המימוש גבוהה יותר, כך שווי השכבה נמוך יותר, מאחר שהתשלום עבור נכס הבסיס גדל.

תוספת המימוש לכל שכבה נקבעה על פי התשלום הכולל בגין השכבות העדיפות עליה בהתאם למשך החיים הממוצע (מח"מ, Duration) הצפוי בגינן, כפי שיוסבר להלן. מאחר וחלק מהלוואות הבעלים נושאות ריבית, חושב מחיר המימוש, כשהוא כולל את הריבית הצבורה עד מועד המח"מ הנאמד.

שיעור	יתרה ליום	שווי עתידי תוספת המימוש			
מח"מ	30.11.17	לפירעון	(Strike)	ריבית	
		(מיליוני ₪)			
10.7	889	2,716	2,716	11.0%	הלוואות בעלות קדימות ראשונה
15.5	306	701	3,418	5.5%	הלוואות בעלות קדימות שניה
19.0	1,943	1,943	5,361	0.0%	הלוואות נדחות
	<u>3,138</u>	<u>5,361</u>			סה"כ

ג. **התקופה למימוש** – ככל שהתקופה למימוש ארוכה יותר, שווי השכבה גבוה יותר. התקופה למימוש נקבעה על פי אומדן המח"מ של ההלוואות השונות, והינה מתבססת על תחזית פירעון עתידית שנערכה על ידינו, בהסתמך על תחזית תזרים המזומנים שנערכה לחברה לצורך הערכת השווי, ובהתחשב בשיעור הצמיחה לזמן ארוך שהונח. בנוסף, התחשבנו בתחזית פירעון החוב הפיננסי לבנקים וההלוואות ממוסדיים. הנחנו שבטווח הארוך המנוף הפיננסי יעמוד על כ- 44% משווי הפעילות. בהסתמך על התזרים המתקבל בוצעה הערכת פירעון להלוואות הבעלים לפי סדר קדימותן. מהתחזית אמדנו כי:

- 1) הלוואות הבעלים בעלות קדימות ראשונה (11%) (הרלוונטיות להערכת שכבה ג') ייפרעו בין 2023-2031, כשהמח"מ הינו כ- 10.7 שנים;
- 2) הלוואות הבעלים בקדימות שניה (5.5%) ייפרעו בין 2031-2033, כשהמח"מ הינו כ- 15.5 שנים;
- 3) הלוואות הבעלים הנחותות ייפרעו בין 2033-2038, כשהמח"מ הינו כ- 19 שנים.

מאחר שההערכה הינה לפי שכבות כשבכל שכבה, יש להתחשב במח"מ של ההלוואות העדיפות עליה, יש לקחת בחשבון מח"מ משולב של ההלוואות העדיפות:

- 1) המח"מ המשולב של כל הלוואות הבעלים (שהינו רלוונטי להערכת שכבה א') הינו 14.3 שנים;
- 2) המח"מ המשולב של כל הלוואות הבעלים העדיפות (שהינו רלוונטי להערכת שכבה ב') הינו 11.7 שנים.

ד. **שיעור הריבית חסרת הסיכון** – ככל ששיעור הריבית גבוה יותר, השפעת ההיוון על ערך הזמן של הכסף גדולה יותר, ושווייה של האופציה קטן יותר. שיעור הריבית חסרת הסיכון השנתי למשך חיי האופציה נאמד בכ- 0.64%, על בסיס שיעורי התשואה לפדיון, המבוססים על עקום תשואות ריאלי חסר סיכון בישראל בעלות מח"מ של כ- 12.5 שנים.

ה. **סטיית התקן של נכס הבסיס** – ההערכה בוצעה באופן "סימולטני" לכל השכבות, תוך מציאת שיעור סטיית התקן הנגזר של נכס הבסיס (שהינו אחיד לגבי כל השכבות), אשר יעמיד את סכום שווי השקעת XXX על השווי הנגזר מהערכתנו, קרי על כ- 1,081 מיליוני ₪ (לעיל). השיעור המתקבל עומד על כ- 24.1%. להערכתנו שיעור זה סביר.

4. ריכוז הפרמטרים להערכת השווי

להלן ריכוז הפרמטרים להערכת השווי של השכבות השונות והשווי המתקבל:

<u>שכבה ג'</u>	<u>שכבה ב'</u> (מיליוני ₪)	<u>שכבה א'</u>	
1,273	1,273	1,273	שווי נכס הבסיס במועד ההערכה ("Spot")
2,716	3,418	5,361	תוספות המימוש של האופציה ("Strike")
10.7	11.7	14.3	התקופה למימוש (שנים)
0.64%	0.64%	0.64%	שיעור הריבית חסרת הסיכון
24.1%	24.1%	24.1%	סטיית התקן של נכס הבסיס (נגזר)
143	107	66	שווי OPM המתקבל

לשם בחינת סבירות בחנו את שיעורי הריבית האפקטיבית המתקבלים בהתאם למח"מ שחושב בגין כל סוג הלוואות ולשווי המתקבל מהמודל. מבחינה זו עולה כי המדרג היחסי בין הלוואות הבעלים השונות הינו סביר, קרי ככל שהלוואות בעלות קדימות נמוכה יותר, ולפיכך מסוכנות יותר, הן נושאות ריבית אפקטיבית גבוהה יותר. בנוסף, שיעור הריבית האפקטיבית של הלוואות בקדימות ראשונה, גבוה ממחיר החוב שנלקח בעבודתנו, כביטוי לסיכון העודף הגלום בהלוואות הבעלים. לאור האמור נראה כי השיעור המתקבל הינו בגדר הסביר.

5. ריכוז הקצאת השווי

להערכתנו הקצאת השווי הראויה הינה, כדלקמן:

ריבית אפקטיבית	הקצאת שווי השקעת XXX (מיליוני ₪)	אומדן חלק XXX (מיליוני ₪)	הקצאת שווי כולל	
	27	49.8%	54	הון מניות
	11	100.0%	11	אופציית XXX למניות YYY
22.5%	21	50.9%	41	הלוואות בעלים נדחות
21.1%	27	75.2%	36	הלוואות בעלים בקדימות שניה (ריבית 5.5%)
8.5%	995	88.0%	1,130	הלוואות בעלים בקדימות ראשונה (ריבית 11%)
	1,081		1,273	סה"כ

6. ניתוח רגישות לשיעור סטיית התקן

להלן ניתוח רגישות לשווי הלוואות הבעלים לסוגיהן, הון המניות והאופציות לשיעור סטיית התקן:

שיעור סטיית התקן של נכס הבסיס

29.0%		הערכת השווי - 24.1%		19.0%		
הקצאת שווי ריבית	הקצאת שווי ריבית	הקצאת שווי ריבית	הקצאת שווי ריבית	הקצאת שווי ריבית	הקצאת שווי ריבית	
השקעת XXX אפקטיבית	השקעת XXX אפקטיבית	השקעת XXX אפקטיבית	השקעת XXX אפקטיבית	השקעת XXX אפקטיבית	השקעת XXX אפקטיבית	
(מיליוני ₪)	(מיליוני ₪)	(מיליוני ₪)	(מיליוני ₪)	(מיליוני ₪)	(מיליוני ₪)	
54	27	8	3	8	3	הון מניות
22	11	25.6%	13	25.6%	13	אופציית XXX למניות YYY
21.5%	24	22.5%	21	23.3%	20	הלוואות בעלים נדחות
20.4%	30	21.1%	27	23.3%	20	הלוואות בעלים בקדימות שניה (ריבית 5.5%)
9.2%	928	8.5%	995	7.9%	1,056	הלוואות בעלים בקדימות ראשונה (ריבית 11%)
1,059	1,081		1,101		1,101	סה"כ

ג. דוגמא מספרית לחילוץ שווי מניה רגילה מתוך הסכם השקעה ליום

31.12.2017

1. כללי

ביום ה- 31 בדצמבר 2017 חתמה החברה על הסכם השקעה עם קבוצת משקיעים לפיו ישקיעו סך של 684,908 דולר ארה"ב. בתמורה העניקה החברה למשקיעים חבילה פיננסית הכוללת שני מכשירים פיננסיים המפורטים:

א. 6,597 מניות רגילות של החברה;

ב. 6,404 כתבי אופציה לרכישת 6,404 מניות רגילות של החברה.

הטבלה הבאה מסכמת את תנאי כתבי האופציה שהוענקו:

מספר כתבי

מועד הפקיעה	תוספת המימוש	האופציה
12/05/2018	\$103.84	3,205
26/01/2019	\$103.84	3,199

2. מתודולוגיה

הערכת שווי המניות וכתבי האופציה (Warrants) שהוקצו למשקיעים, הסתמכה על תנאי עסקה, אשר להערכתנו ובהסתמך על הצהרת הנהלת החברה, בוצעה בתנאי שוק. לצורך הערכת שווים ההוגן של מרכיבי החבילה, הערכנו את המרכיבים באופן סימולטני תוך הנחה כי שוויים של שני מרכיבי העסקה יחדיו הינו סכום ההשקעה בחברה, דהיינו, 684,908 דולר ארה"ב. המרכיב האופציונאלי הוערך באמצעות שיטת ה-OPM, כאשר נכס הבסיס משתנה סימולטנית יחד עם הערכת שוויין של המניות.

בתוך כך, הכפולה של מספר המניות במחיר המניה המבוקש וכן הכפולה של מספר כתבי האופציה בשווי אופציה (המותנה במחיר המניה המבוקש) מסתכמות יחדיו לסכום ההשקעה בחברה (684,908 דולר ארה"ב). למעשה קיים רק מחיר מניה אחד המביא את סך הצברם של שני מרכיבי העסקה לסכום ההשקעה. מחיר המניה המתקבל מאמידה זו משמש להערכת שווי מרכיבי החבילה.

את שווי ההוגן של מרכיב המניות אמדנו ע"י הכפלת מספר המניות, שהונפקו למשקיעים, במחיר מניה אשר מתקבל כתוצאה מחישוב שוויה הכולל של החבילה בשיטת ה- OPM.

לצורך הערכת שווי ההוגן של מרכיב כתבי האופציה התבססנו על שיטת ה- OPM.

3. הנחות עבודה

- א. שווי נכס הבסיס במועד ההערכה ("Spot") – מחיר המניה נקבע בשיטת ה- OPM.
- ב. תוספת המימוש של האופציה ("Strike") – תוספת המימוש כפי שנקבעה בהסכם עומדת על 103.84 דולר ארה"ב.
- ג. התקופה למימוש – 0.36 שנים ו- 1.07 שנים, בהתאם למשך החיים החוזי של כתבי האופציה.
- ד. שיעור הריבית חסרת הסיכון – הואיל ותוספת המימוש של כתבי האופציה נקובה בדולר ארה"ב – עשינו שימוש בריביות דולריות חסרת סיכון בישראל. הטבלה הבאה מציגה את וקטור הריביות הדולרי חסר הסיכון בישראל, כפי שפורסם על ידי "שווי פנימי", נכון ל- 31.12.2017 :

מח"מ	RF
0.25	2.47%
0.50	2.51%
0.75	2.56%
1.00	2.61%
2.00	2.79%
3.00	2.88%
5.00	2.95%
7.00	3.02%
10.00	3.10%
15.00	3.19%
20.00	3.24%
25.00	3.25%

לצורך חישובינו השתמשנו בריביות שוק חסרות סיכון הנגזרות מוקטור הריביות הדולרי חסר הסיכון בישראל, המחושב על בסיס עקום ה-Swap ב-USD בתוספת מרווח ה-CDS הנקוב בדולרים של ממשלת ישראל. לצרכי חישובי בנייים בעבור תקופות משנה, חילצנו את ריביות השוק חסרות סיכון באמצעות אינטרפולציית Cubic Spline. על כן, שיעורי הריביות חסרות הסיכון נאמדו על ידינו ב-2.49% ו-2.62% למח"מים של 0.36 שנים ו-1.07 שנים, בהתאמה.

ה. **סטיית התקן של נכס הבסיס** – בחישובינו בחנו את סטיית הממוצעת המשתמעת (Implied Volatility), על בסיס סטיות התקן השבועיות בחישוב שנתי לשנה שקדמה למועד עבודתנו של חברות ציבוריות בחו"ל התואמות בקירוב לפעילות ולהיקף החברה (להלן "חברות המדגם"). סטיית התקן המשתמעת לחברה לשנה האחרונה נאמדה בכ-90%. סטיית תקן משתמעת זו משמשת בקירוב, כאומדן סביר לסטיית התקן של נכס הבסיס, תחת הנחה כי זו האחרונה תתפלג בקירוב בדומה למניות חברות המדגם, אשר נבחרו לשקף את התנודתיות הנורמטיבית הצפויה. למרות האמור לעיל, שבנו ובחנו את סטיות התקן הנורמטיביות הראויות לחברות הדומות במאפייניהן לפעילות החברה, בין היתר ביחס ל-Benchmark ענפי וכן על פי מחקר בדבר סטיית תקן של המלומד Aswath Damodaran בעבור הענף שאליו משתייכת החברה לשנת 2017. להערכתנו, סטיית התקן המשתמעת לחברה בשיעור של 90%, משקפת באופן נאות יותר את מרכיבי אי הודאות הגלומים בהשקעה דן, לעומת סטיית התקן הנקובה במחקרו של המלומד Damodaran בשיעור של 83%.

4. ריכוז תוצאות החישוב

להלן טבלה המפרטת את תוצאות העבודה :

מרכיב	מספר יחידות	שווי הוגן ליחידה	סה"כ שווי הוגן
כתבי אופציה	3,205	\$12.41	\$39,772
כתבי אופציה	3,199	\$26.11	\$83,526
מניות	6,597	\$85.13	\$561,609
סה"כ			684,908

- סך שווייה הוגן של עסקת החבילה הינו 684,906 דולר ארה"ב, המהווים את סכום ההשקעה.
- סה"כ שווי ההוגן של מרכיב המניות נאמד על ידינו בכ- 561,609 דולר ארה"ב.
- סה"כ שווי ההוגן של מרכיב כתבי האופציה נאמד בכ- 123,299 דולר ארה"ב.

ד. לסיכום

בראייה כלכלית מימונית, ניתן לראות במניות החברה כזכויות חוזיות המשקפות הלכה למעשה אופציות רכש (Call) לחברה, בעלות תנאים שונים, שהרי זכויותיהן של המניות הינן זכויות בעלות שווי שיורי (Residual Value). "שיטת המחירת האופציות", לאמור שיטת ה- OPM (ה- Option Pricing Method), שייכת לקבוצת טכניקות הערכת שווי באמצעות תמחור זכויות מותנות (Contingent Claims Valuation Methodologies). שיטת ה- OPM מועדפת לרוב במצבים הכוללים מבנה הון מורכב, כגון ריבוי שכבות של מניות מועדפות (Preferred Stocks, מניות בכורה) ובתחזיות עסקיות בעלות שונות גבוהה. עיקר תיעדוף שיטת ה- OPM מקורה בשימוש מצומצם בהנחות עתידיות ובחישוב ה- Implied Value של שווי מכשירי ההון השונים של החברה, כפי שנגזר ומתגלה ממחיר מניות הבכורה, כפי שגויסו בפועל. כך למשל, לשם החישוב לפי שיטת ה- OPM ניתן לראות בהלוואות המירות כמניות בכורה לכל דבר ועניין.

על בסיס גזירת ה- Implied Value ובחינת הקשר הרפטיבי המשתמע בינו ובין מאפיינים פיננסיים, תפעוליים ואחרים של החברה, ניתן לגבש שווי אינדיקטיבי מקורב יציב אף לתקופות ביניים שבין תאריך חתך אחד למשנהו. במסגרת שיטת ה- OPM, שווי של נכס הבסיס של אופציות הרכש, המשתמעות מהזכויות ההוניות השיריות הגלומות בהון החברה, כפי שגויסו במסגרת סבב הגיוס והינו שווי סך הונה העצמי של החברה בטרם חלוקתו היחסית בין שכבות בעלי זכויות ההון השונים, בעוד שמחיר המימוש מבוסס על "הסדר קדימויות הנזילות היחסיות", לאמור- ה- LP (ה- Liquidation Preference), בהתאם למועדי הנזילות השונים של שכבות המניות המועדפות.

לשם המחשה, פוזיציה של רכישת מניות בכורה A זהה לרכישת אופציית Call עם תוספת מימוש של אפס, מכירת אופציית Call עם תוספת מימוש בהתאם ל-LP בגינן ורכישת אופציית Call עם תוספת מימוש יחסית של (α) בהתאמה לערך הסף ממנו משתנות הזכויות לבעלי המניות (X_{change}) , על פי הייצוג המתמטי כלהלן:

$$PV_A = Call(0) - Call(LP_A) + \alpha \cdot \% Call(X_{change})$$



מעריכת השווי האחראית מטעם שניידר, נאור ושות': רו"ח ליטל נאור, CFV

מעריכת השווי הראשית של שניידר, נאור ושות', רו"ח ליטל נאור, בעלת הסמכות מעריכת שווי מימון תאגידי (CFV), מעריכת שווי מימון כמותי (QFV), מודליסטית פיננסית וכלכלית (FEM), אקטוארית סיכונים תפעוליים (ORA), אקטוארית סיכוני חיים (LRA) ואקטוארית סיכונים פנסיוניים (PRA) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) ובעלת רישיון ישראלי לראיית חשבון.



שניידר, נאור ושות' – רואי חשבון

שניידר, נאור ושות' – רואי חשבון חבר בלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) ומתמחה הן במתן ייעוץ בתחום הביקורת החקירתית (איסוף וניתוח נתונים חשבונאים וכלכליים, באופן שיהוו ראיה קבילה בהליכים משפטיים) והן במתן ייעוץ כלכלי והערכות שווי מקצועיות לצורכי עסקאות, דיווח כספי וכחווות דעת מומחה

לבתי משפט, בתי דין רבניים ורשויות רגולטוריות וסטטוטוריות שונות. המשרד מעסיק צוות של רואי חשבון וכלכלנים הבקאים בתחומי הייעוץ הכלכלי והערכות השווי. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, משרדי רואי חשבון, משרדי עורכי דין, חברות פרטיות וציבוריות בארץ ובחו"ל, מבקרים פנימיים ועוד.



מעריך השווי האחראי מטעם שווי פנימי: אקטואר רועי פולניצר, CFV

מעריך השווי הראשי של שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים, אקטואר רועי פולניצר, מכהן כיו"ר ומנכ"ל לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), בעל הסמכות מעריך שווי מימון תאגידי (CFV), מעריך שווי מימון כמותי (QFV), מודליסט פיננסי וכלכלי (FEM), אקטואר סיכוני שוק (MRA), אקטואר סיכוני אשראי (CRA), אקטואר סיכונים תפעוליים (ORA), אקטואר סיכוני השקעות (IRA), אקטואר סיכוני חיים (LRA) ואקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), בעל הסמכת מנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) ובעל הסמכת מומחה לניהול סיכונים (CRM) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM).



שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים

שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים חבר בלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) ומתמחה הן בציטוט של מטריצות ריביות להיוון מכשירים (נכסים והתחייבויות) פיננסיים והתחייבויות פנסיוניות והן במתן ייעוץ כלכלי וניתוחים כמותיים במכשירים פיננסיים ובמדידת סיכונים לצורכי יישום הוראות רגולטוריות, תקינה חשבונאית, פיתוח, יישום ותיקוף מודלים בתחומי האקטואריה, ניהול הסיכונים, והערכות שווי למטרות מס, עסקאות, דוחות כספיים ולצרכים משפטיים. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וחברות פרטיות וציבוריות בארץ.