

# גישת השוק להערכת שווי – לא רק מכפילי שווי!



מעריך השווי **רועי פולניצר** מציג טכניקה חדשה להערכת שווי חברה (פרטית או ציבורית) בגישת השוק, טכניקה המכונה על ידו "אומדנת פולניצר" והיא מתאימה רק לחברות שיש להן חוב פיננסי בספרים.

החברה המוערכת (בין אם היא פרטית ובין אם היא ציבורית), תוך ביצוע התאמות נוספות בגין שיקולי גודל/מיעוט/רוב/שליטה/סחירות וכו'.

## 2. Guideline Transaction Method

– במסגרת שיטה זו מעריך משתמש בשווי החברה המוערכת, כפי שנקבע בעסקאות הוניות שנעשו בעבר, בין החברה לבין משקיעים או בין המשקיעים עצמם, ובתנאי שהמשקיעים אינם צדדים קשורים לחברה או האחד לשני, בהתאמה.

## אומדנת פולניצר

אז מה יעצתי לאותה קולגה? יעצתי לה להשתמש במה שאני קורה **אומדנת פולניצר**. אומדנת פולניצר היא טכניקה מהירה ופשוטה לקבל אומדן לשווי השוק של ההון העצמי של כל חברה (פרטית או ציבורית) ובתנאי שיש לה חוב פיננסי נושא ריבית (יתרות חוב לתאגידים בנקאיים ולמחזיקי אגרות חוב סחירות ובלתי סחירות).

טכניקת זו אומרת שאם יש לנו מאזן של חברה (פרטית או ציבורית) שלגבי ההון העצמי שלה אנו מבקשים לקבל אינדיקציית שווי שוק, הרי שאנו יכולים להשתמש בשני הפרמטרים הבאים בלבד לשם קבלת אינדיקציית שווי:

### 1. סך החוב הפיננסי ברוטו היציג של החברה המוערכת – המוגדר על ידי כעלות הפנקסנית של החוב הפיננסי הן ליומן קצר והן לטווח ארוך של החברה המוערכת (אשר איננו כולל ספקים וזכאים אחרים או כל חוב שאינו נושא ריבית) בספרי החברה המוערכת.

2. היחס הממוצע הענפי הראוי של החוב הפיננסי ברוטו לשווי השוק של ההון העצמי – שיעור החוב הפיננסי ברוטו לאקוויטי (D/E) הממוצע הענפי, של חברות ציבוריות (בישראל או בארה"ב) המסווגות או משתייכות לענף התואם בקירוב לפעילותה של החברה המוערכת.

### הערה אינפורמטיבית: הכוונה ב"ראוי" היא לאומדן מייצג לטווח ארוך.

על פי אומדנת פולניצר, שווי השוק של ההון העצמי של חברה מתקבל ישירות מחלוקת סך החוב הפיננסי ברוטו היציג שלה ביחס הממוצע הענפי הראוי של החוב הפיננסי ברוטו לשווי השוק של ההון העצמי.

## הרקע לפיתוח אומדנת פולניצר

הרקע לפיתוח אומדנת פולניצר הגיע מניסיון אינטנסיבי שלי של 18 שנים בתחום הערכות השווי הכולל ביצוע, פיקוח וניהול של אלפי הערכות שווי של חברות פרטיות,

(למשל סך הכנסות, EBITDA, רווח תפעולי או הון עצמי) במכפיל שווי ראוי (ביחס שבין שווי השוק של ההון העצמי של ההון העצמי או שווי השוק של הפעילות לבין אותו פרמטר חשבונאי יציג) ממוצע או חציוני של מדגם חברות, כאשר הן הפרמטר החשבונאי והן המכפיל היציג נמדדים במונחים שנתיים נכון למועד הערכת השווי.

הגישה השלישית הנקראת גישת העלות, נחשבת למקובלת להערכת חברות כושלות שנקלעו לקשיים פיננסיים, לחילופין להערכת חברות אחזקה או לחילופין לחילופין להערכת חברות מוטות נכסים פיזיים (למשל, חברות נדל"ן מניב שלהן נכסי נדל"ן רבים, חלקם מניבים רווחים וחלקם לא). הערכת שווי בהתבסס על גישת העלות נועדה להשיב על השאלה מהי עלות (Cost) החברה, בהתבסס על עקרון כלכלי המניח כי משקיע רציונאלי לא יסכים לשלם על חברה מסוימת יותר מהעלות (לרוב- ההיפותטטית) הכרוכה בהקמתה מבראשית ופיתוחה עד לרמה כזו שתוכל לספק תועלות כלכליות הדומות לאלו המתקבלות כיום מהחברה המוערכת.

בגישת העלות, השווי הפנקסני של ההון העצמי של החברה המוערכת נקבע על ידי ניתוח ומדידת עלויות ההקמה והפיתוח מחדש של החברה, תוך התייחסות לעלויות אותן היה מוציא "מייסד נורמטיבי" בהקמה והפיתוח האמורים, לו התחיל מבראשית.

## שיטות מקובלות במסגרת גישת השוק

כאמור, גישת השוק מתבססת על ההנחה ששווי החברה המוערכת בר-השוואה לשווי השוק של חברות נסחרות דומות, או לחליפין, בר השוואה לשווי החברה הנגזר מעסקאות שנעשו בעבר הלא רחוק, בין מוכר מרצון לבין קונה מרצון. העיקרון המנחה גישה זו הינו שהכפלת נתון כלכלי חזוי הקשור במישרין או בעקיפין לרווחיותה העתידית של החברה ביחס, שהינו המכפיל העלילי שלפיו חברות ציבוריות דומות נסחרות או שלפיו חברות פרטיות דומות גייסו הון, מעניק סדר גודל לגבי שווייה של החברה המוערכת.

קיימות שתי שיטות נפוצות להערכת שווי תחת גישת השוק:

### 1. Guideline Public Company Method

– במסגרת שיטה זו מעריך השווי "מקיש" ממכפילי שוק מסויימים (כגון: מכפיל ההכנסות, מכפיל ה- EBITDA ומכפיל ההון העצמי) של חברות ציבוריות דומות על שווי השוק של ההון העצמי של

**א**תמול קיבלתי טלפון מקולגה שלי בתחום הערכות השווי. "פנה אליי לקוח", אמר הקולגה, "שביקש ממני להכין לו אינדיקציית שווי לשווי השוק של החברה שלו". "הוא לא רוצה לשלם שכי"ט ראוי עבור DCF וגם לא עבור מכפילי שווי – אז אני מחפש משהו פשוט, מהיר, זול וטוב לתת לו – יש לך משהו להציע לי?". אז מפה אני מבקש להתחיל את הכתבה שלי.

ככלל, קיימות שלוש גישות להערכת שווי של חברות (תאגידים, עסקים, פעילויות, מגזרים וכו') כאשר בהערכת שווי על בסיס כל גישה נהוג להשתמש בשיטות שונות. מטבע הדברים, לכל גישה ושיטה יתרונות וחסרונות ויש לנקוט בהן בהתאם למידת ישימותן למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומטרותיה.

הגישה הראשונה, הנחשבת ל"מלכת גישות הערכה", היא גישת ההכנסות. הערכת שווי בהתבסס על גישת ההכנסות נועדה להשיב על השאלה מהו **ערך** (Value) החברה, לקופסא שחורה שמייצרת מזומנים. לאמור- כמה כסף במנחי ערך נוכחי מהיום ועד בכלל החברה המוערכת יודעת לייצר, בהתבסס על מודלים מימוניים, דוחות כספיים של החברה המוערכת, נתוני שוק והנחות יסוד מסוימות.

בגישת ההכנסות, השווי הכלכלי של ההון העצמי של החברה המוערכת נקבע על ידי היוון תחזית תזרימי מזומנים של החברה המוערכת (קרי, זרמי מזומנים חזויים הצפויים לנבוע מפעילות החברה) למועד הערכת השווי, באמצעות שיעור היוון המותאם למידת הסיכון הגלומה בתחזית על פני משך אופק ההיוון.

הגישה השנייה הנקראת גישת השוק, נחשבת לפחות מקובלת בארץ (בעוד שמעבר לים אנשי שטח רבים בתחום הערכות השווי משתמשים בה). הערכת שווי בהתבסס על גישת השוק נועדה להשיב על השאלה מהו מחיר (Price) החברה, שהיה נסגר בעסקה לפי מחירי השוק נכון לאותו מועד. לאמור- בכמה יכולתי לקנות או לרכוש מניה בודדת של החברה המוערכת בבורסה, אילו מנייתה הייתה נסחרת, בהתבסס על דוחות כספיים של החברה המוערכת ודוחות כספיים ונתוני שוק של חברות דומות (חברות הדומות במאפייניהן לפעילות החברה המוערכת). בגישת השוק, שווי השוק של ההון העצמי של החברה המוערכת נקבע על ידי הכפלת פרמטר חשבונאי יציג של החברה המוערכת

**ארוך (LTD)** ניקח את החוב לטווח ארוך למערכת הבנקאית ולגופים פיננסיים במאזן לשנת 2020 (1,820,019 ₪). כלומר, **האומדן שלנו לסך החוב הפיננסי ברוטו היציג של החברה, D, הוא 1,999,581 ₪.**

**שלב ב':** נאמוד את היחס הממוצע הענפי הראוי של החוב הפיננסי ברוטו לשווי השוק של ההון העצמי מתוך מחקר אמפירי. ערכתי חיפוש במאגרי מידע אודות חברות ציבוריות הפועלות בתחום בו פועלת החברה המוערכת בארץ ובחו"ל התואמות וראיתי כי חברות אלו מסווגות על ידי המלומד Aswath Damodaran בענף הקמעונאות (מפיצים). לפיכך, כאומדן אמפירי ליחס הממוצע הענפי הראוי של החוב הפיננסי ברוטו לשווי השוק של ההון העצמי (D/E) ניקח את שיעור החוב הפיננסי ברוטו לאקוויטי (D/E) מתוך מחקר של המלומד (מחקר העוסק בין היתר באומדני שיעורי החוב הפיננסי ברוטו לאקוויטי עבור ענפים שונים בארה"ב) בעבור ענף הקמעונאות (מפיצים) לשנת 2020 (45.74%). כלומר, **האומדן שלנו ליחס הממוצע הענפי הראוי של החוב הפיננסי ברוטו לשווי השוק של ההון העצמי, (D/E), הוא 45.74%.**

**שלב ג':** נחלק את האומדן האמפירי שקיבלנו עבור D (1,999,581 ₪) באומדן האמפירי שקיבלנו עבור (D/E) ונקבל את E (קרי, השווי האינדיקטיבי של החברה על בסיס אומדנת פולניצר). כלומר, **שווי השוק של ההון העצמי של החברה המוערכת, E, נאמד בכ- 4,371,624 ₪.**

להערכת, אינדיקציית השווי שהתקבלה אכן משקפת את שווי השוק של ההון העצמי של החברה, אילו מנייתה הייתה נסחרת בבורסה (וכאמור מנייתה לא נסחרת בבורסה כי מדובר בחברה פרטית).

בש"ח	שווי מאזני	שווי שוק	שווי פנימי
בתחילת העבודה	3,470,178	?	?
הון עצמי	1,999,581	1,999,581	1,999,581
חוב פיננסי ברוטו	1,999,581	1,999,581	1,999,581
בתום העבודה			
שיטה	אומדנת פולניצר	DCF	
שווי ההון העצמי	3,470,178	4,371,624	4,564,342
פער מ- DCF	-24.0%	-4.2%	0.0%

ניתן לראות כי החישוב לפי אומדנת פולניצר, מביא, איפוא, להטיה כלפי מטה של כ- 4.2% ביחס לשווי המתקבל משיטת ה- DCF (1 - 4,564,342 / 4,371,624 ₪).

**לסיכום**

אומדנת פולניצר הינה שיטה קלה, פשוטה ומהירה לקבלת אינדיקציה טובה לשווי חברה (פרטית או ציבורית) ובלבד שיש לה חוב פיננסי בספריה. מבדיקותיי עולה, כי אומדנת פולניצר מספקת תוצאות הקרובות עד 15% לתוצאות המתקבלות משיטת ה- DCF. לאמור- הסטיות בשווי בין שיטת ה- DCF לבין שיטת אומדנת פולניצר, נמצאו כסבירות (±15%).

**2. במסגרת העבודה-** הערכת שווי למציאת E במונחי שוק (מקובל לקרוא לזה E במונחי שווי פנימי של החברה הפרטית, באמצעות שיטת ה- DCF ע"י היוון תחזית תזרימי המזומנים של החברה במחיר ההון המשוקלל שלה, שנאמד לפני כן, בניכוי חוב פיננסי ברוטו ובתוספת יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות.

**כמובן, שאין באמת צורך לבצע 2 הערכות שווי במסגרת הערכת שווי לחברה פרטית (זה אידיאלי, ובוודאי שאמידת E איננה נדרשת כבר בתחילת העבודה.**

**אז מה כן מקובל לעשות? במקום לחשוב במונחים של "אני צריך לחשב את E במונחי שוק ולשם כך עליי לגבש אומדן אמפירי לפרמטר זה לשם חישוב מחיר ההון המשוקלל", מעריכי השווי מעבר לים מצאו פטנט אחר- לעשות שימוש ביחס הממוצע הענפי הראוי של החוב הפיננסי ברוטו לשווי השוק של ההון העצמי. ומכאן הגיע הרעיון הגאוני שלי לאומדנת פולניצר.**

מניסיוני הרב כמעריך שווי חברות ועסקים, כאשר אני כבר בתחילת עבודת הערכת שווי של חברה פרטית אומד את האומדן האמפירי, לפרמטר היחס הממוצע הענפי של החוב הפיננסי ברוטו לשווי הון עצמי, עבור הענף שלדעתי אליו שייכת החברה הפרטית המוערכת, ישר "מדגדג" לי באצבעות לקחת את שווי המאזני של החוב הפיננסי ברוטו של החברה בספריה ולחלק אותו ביחס שאותו אמדתי, ובכך לקבל כבר בתחילת העבודה אומדן ל- E שאותו אני אמור לקבל רק בתום העבודה.

אז מהי המסקנה מכל ה"דידוגים" הללו? **שבכל פעם ש"רצתי" בתחילת העבודה לייצר אומדן ל- E באמצעות אומדנת פולניצר, בסוף התברר לי שאומדן זה היה רחוק עד ±15% מהאומדן ל- E שקיבלתי בתום העבודה באמצעות שיטת ה- DCF.**

**דוגמה ליישום אומדנת פולניצר**

לפני שנה הגיע אליי לקוח, בעלים של חברה פרטית קמעונאית מסוימת, שביקש ממני להעריך את שווי החברה שבעלותו ליום ה- 31 בדצמבר 2020 ולשם כך הוא סיפק לי בין היתר את מאזני החברה לשנת 2020.

כעת אדגים כיצד ניתן, באמצעות אומדנת פולניצר, לקבל אינדיקציה ל- E, הלא הוא שווי השוק של ההון העצמי של חברה פרטית.

**שלב א':** נאמוד את שווי סך החוב הפיננסי ברוטו, נאמוד מתוך נתוני המאזן נכון ל- 31.12.2020. כאומדן לשווי החוב הפיננסי ברוטו לזמן קצר (STD) ניקח את ההלוואות לזמן קצר במאזן לשנת 2020 (179,562 ₪).

כאומדן לשווי החוב הפיננסי ברוטו לטווח

כאשר יישמתי את גישת ההכנסות לקביעת השווי הכלכלי של חברה פרטית הייתי צריך להתמודד עם קושי מסוים. בכל ספר לימוד במימון ובחשבונאות כתוב שאת מחיר ההון המשוקלל (WACC) יש לשקלל לפי שווי השוק (שווי בורסאי) ולא לפי שווי מאזני (שווי פנקסני). לאמור- יש לשקלל את מחיר ההון העצמי של החברה ואת מחיר החוב שלה במשקולות היחסיים של הון עצמי והחוב, בהתאמה, כאשר לשם כך יש לאמוד הן את שווי השוק ההון העצמי (שאותו נסמן ב- E), והן את שווי השוק של החוב (שאותו נסמן ב- D). על כן, המשקל היחסי של ההון העצמי יחושב כ- E/(E+D) בעוד שהמשקל היחסי של החוב יחושב כ- D/(E+D).

**הבעיה היא שערכי ה- E וה- D מעצם הגדרתם המימונית צריכים להיות תמיד במונחי שווי שוק, ולא במונחי שווי מאזני.**

לגבי ה- D, קיימת קונבנציה לפיה, שוויו המאזני של החוב הפיננסי ברוטו בספרי החברה משקף בקירוב את שווי השוק שלו. כך שמבחינת שווי השוק של החוב אנו מסודרים – פשוט לוקחים את השווי המאזני ומכריזים עליו כשווי שוק לכל דבר ועניין.

לא הוא הדין לגבי שווי המאזני של ההון העצמי, כי הרי אם ניתן היה לטעון כי שוויו המאזני של ההון העצמי בספרי החברה משקף בקירוב את שווי השוק שלו, או אז לא היה כל צורך במעריכי שווי – כי הרי הדוחות הכספיים כבר היו משקפים הלכה למעשה את שווי החברה.

עבור חברה ציבורית, שמנייתה נסחרת, יש לנו ציטוט לגבי E במונחי שווי שוק, בעוד שעבור חברה פרטית שמנייתה אינה נסחרת, אין לנו ציטוט לגבי E במונחי שווי שוק. כך, שבמקרה של חברה פרטית אנחנו בבעיה.

למה בעיה? כי כבר בתחילת הערכת השווי אנו נדרשים למצוא את E במונחי שוק (לצורך גיבוש מחיר ההון המשוקלל של החברה) שהוא בכלל ה- **End Game של הערכת השווי**, שמתקבל במסגרת פרוצדורה מתמטית של היוון תחזית תזרימי המזומנים של החברה באמצעות אותו מחיר הון משוקלל.

נער הייתי וגם זקנתי, וכבר ראיתי מעריכי שווי הזויים שבכל פעם שהם נדרשו לבצע הערכת שווי של חברה פרטית, הם נהגו לבצע 2 הערכות שווי שונות:

- 1. טרם תחילת העבודה-** הערכת שווי למציאת E במונחי שווי שוק של החברה הפרטית, באמצעות שיטת **המכפיל** וכל זאת במטרה לחשב את מחיר ההון המשוקלל של החברה, המשמש כתשומה מרכזית בהערכת השווי, לא כתפוקה שלה.