



מומחה כלכלי מטעם בית משפט למשפחה, האם אתה יודע להעריך את שווייה של חברה העוסקת בפיתוח מוצר קוסמטי חדשני?

הכלכלן חנן עמוס, אקטואר סיכונים חיים LRA, אקטואר סיכונים פנסיוניים PRA מסביר כיצד מבצעים אינדיקציית שווי לחברה העוסקת בפיתוח מוצר קוסמטי חדשני באמצעות מודל מכפיל ההון העצמי, PBV.

יודע דבר על החברה האמורה מלבד הערך בספרים של ההון העצמי שלה, הרי שאין לי יכולת להסביר מדוע מכפיל הון עצמי של 8.2 מתאים לה יותר מאשר מכפיל הון עצמי של 6.5 או להיפך. כמתכנן פיננסי מוסמך חשוב לי להתעקב לרגע על מה שאמרתי. כשאני אומר "שאיין לי יכולת להסביר", אז מבחינה אקטוארית אני אומר למעשה שכל המכפילים השונים בין 6.5 ל-8.2 אפשריים בהתפלגות שווה מאפס ועד מאה, ואז למעשה מדובר בהתפלגות אחידה רציפה בקטע פתוח עם מכפיל מינימלי של 6.5 ומכפיל מקסימלי של 8.2.

אם מדובר בהתפלגות אחידה, אז אני למעשה מניח הסתברות של 50% להתרחשות מכפיל של 6.5 ומניח הסתברות של 50% להתרחשות מכפיל של 8.2, ובעצם כך אני מקבל מכפיל תוחלתי של 7.3. מאידך, אילו הייתי אומר שאני מניח שמכפיל של 8.2 יותר מתאים לחברה, אז זה אומר שאני מניח 100% על המכפיל המקסימלי. על כן, כשאקטוארים אומרים שהם לא יודעים להסביר מדוע מכפיל מסוים יותר מתאים ממכפיל אחר, הם אומרים לקחת את התוחלת של המכפילים (ממוצע חשבוני פשוט). על כן, בחרתי במכפיל הון עצמי של 7.3 לשמש כמכפיל הון עצמי ראוי עבור החברה המוערכת.

באופן אינדיקטיבי בלבד, כבדיקת סבירות ראשונית, עולה כי על בסיס מכפיל הון עצמי בטווח כאמור, אינדיקציית השווי של החברה נעות בין 48 - 57 מיליון ש"ח, בעבור אומדני הון עצמי מייצגים שונים כדלקמן:

שווי חברה (מיליוני ש"ח)			
מכפיל הון עצמי ראוי	6.5	7.3	8.2
10.1	45	51	57
10.4	46	53	59
10.7	48	54	60

בעבודתי בחנתי שורה של ערכים המשקפים שווי אפשרי לחברה. על בסיס ניסיוני כאקטואר, בחרתי להעניק משקל הסתברותי שונה להתפלגות אומדני השווי, כדלקמן:

מספר שווי	תסריט חברה	סבירות (במיליוני ש"ח)
1	57	10%
2	56	10%
3	54	15%
4	53	30%
5	51	15%
6	49	10%
7	48	10%

לסיכום

שווי סך הונה העצמי של החברה יקבע בהליך איזון משאבים בין בני הזוג על ידי מומחה כלכלי מטעם בית המשפט לענייני משפחה. לפיכך, התבקשות לערוך מספר ניתוחי רגישות ובחינות סבירות להנחות בדבר שווי החברה תחת הנחות שונות, לרבות תחת הנחות שונות. חישובי לעיל אינם עולים בגדר הערכת שווי לחברה אלא מהווים בחינה אינדיקטיבית לסבירות האינדיקציית השוונות בדבר השווי האפשרי של ההון העצמי של החברה תחת הנחות המפורטות לעיל בלבד.

במסגרת טעויות אמידה ומדידה אפשריות, בכפוף לסייגים לעיל, שווי השוק של הונה העצמי של החברה, הנאמד על ידי לוקים ה-31 בדצמבר 2024 בטווח של כ-48-57 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת כ-53 מיליון שקלים חדשים) הינו סביר והוגן במונחי שווי הוגן.

מתודולוגית המכפיל השווית את החברה המוערכת לחברות ציבוריות נסחרות הדומות באופיין לפעילות החברה המוערכת.

מודל מכפיל ההון העצמי

מאחר ויש בידי רק את הערך בספרים של ההון העצמי של החברה, הרי שהמודל היחיד שמתאים כעת להערכת שווי החברה הוא מודל מכפיל ההון העצמי. מודל מכפיל ההון העצמי מחייב אומדן של הון עצמי יציג ושל מכפיל הון עצמי ראוי.

חשוב להבין שמודל מכפיל מכפיל ההון העצמי שונה ממודל ה-DCF בכך שהוא מספק לנו במישרין את שווי השוק של ההון העצמי (Market Value, שווי האקוויטי) של החברה (כלומר, שווי החברה), להבדיל ממודל ה-DCF שמספק לנו במישרין את שווי השוק של הפעילות העסקית (Enterprise Value, שווי התפעול) של החברה. למעשה מכפיל ההון העצמי לוקח את השווי המאזני של ההון העצמי של החברה בספרים שהוא אומדן רטרופקטיבי (כלומר, מספר שמסתכל על העבר ואומר לנו מהי עלות הנכסים הקיימים של החברה וכמה רווחים נקיים היסטוריים אחרי מס שהחברה ייצרה בעבר, הצטברו בסעיף העודפים שלה ולא חולקו כדיבידנד) ומתקן אותו לשווי השוק של ההון העצמי של החברה בבורסה (תיאורטית) והוא למעשה אומדן רטרופקטיבי (כלומר, מספר שצופה פני עתיד ואומר לנו מהו שווי הנכסים הקיימים הנכסים הקיימים של החברה וכמה רווחים נקיים עתידיים אחרי מס החברה צפויה לייצר בעתיד בנוסף לרווחים הנכסים היסטוריים אחרי מס שהיא ייצרה בעבר ושהצטברו נכון להיום בסעיף העודפים שלה ושלא חולקו כדיבידנד).

להלן תרשים מתוך ספרם של האקטוארים פולניצר ודקל שכותרתו "המדריך למערכי שווי תאגידים", פרק 10, המתאר באופן גרפי את מודל מכפיל ההון העצמי:

$$\text{שווי השוק של ההון העצמי (MV)} = \text{מכפיל MV/BV ראוי} \times \text{אומדן הון עצמי (BV) יציג}$$

אינדיקציית השווי

על פי אינדיקציית שווי ראשונית (לא מחייבת וטנטיבית) אשר קיבלתי מהמתרגשת, השווי המאזני של ההון העצמי של החברה בספרים הסתכם נכון ל-31 בדצמבר 2024 ב-10.4 מיליון ש"ח. עצם ביצוע הערכת שווי לחברה, שיש לנו ציטוט לשווי ההון העצמי שלה בספרים (השווי המאזני של החברה), מלמד כי מזמינת הערכת השווי (המתרגשת) סבורה שהשווי הכלכלי של ההון העצמי של החברה שונה מהשווי המאזני של ההון העצמי שלה בספרים. אם כך הם פני הדברים, הרי שלא ניתן עוד להשתמש בשווי המאזני של ההון העצמי בספרי החברה כאומדן מייצג לשווי הכלכלי של החברה.

על כן, ניגשתי לבחון את טווח השווי הסביר שבו עשויה החברה להימכר, ככל שתימכר, או לחילופין שוויה הנאמד של החברה במקרה שלא תימכר ותישאר בידי הבעלים הקיימים. במסגרת עבודתי ערכתי חיפוש במאגרי מידע אודות חברות ציבוריות הפועלות בתחום בארץ ובחו"ל ובחרתי בחברות התואמות בקירוב לפעילות החברה מנתונים אודות 101 חברות ציבוריות בארץ והסמוגות בענף ה-Household Products הדומות במאפייניהן לפעילות החברה (להלן "חברות המדגם").

מבדיקותיי את נתוני חברות המדגם, עולה כי אומדן מכפילי ההון העצמי הממוצע לחברות בתחום המסעדות בארץ נע בטווח של 6.5-8.2. מאחר ואיני

אחרונה, נתבקשתי על ידי מתרגשת לייצר עבורה אינדיקציית שווי לחברה שבבעלות בעלה, לצורך איזון משאבים בין בני זוג עקב הליך גירושין. החברה של הבעל עוסקת בפיתוח מוצר קוסמטי חדשני, אם כי על פי המתרגשת פיתוח המוצר עדיין לא הושלם. מאחר והבעל מסרב כרגע לספק למתרגשת נתונים אודות החברה, הרי שנאלצתי לבצע את הערכת השווי בהיעדר דוחות ספיים. יחד עם זאת, המתרגשת ידעה לומר לי שהיא נחשפה למאזן החברה שבבעלות הבעל ושהיא זוכרת שהשווי המאזני של ההון העצמי של החברה הסתכם בסוף שנת 2024 בסך של 10,390 אלפי ש"ח.

חשוב להבין שהערך בספרים של ההון העצמי לא מייצג את שווי החברה אלא את עלותם ההיסטורית של הנכסים הקיימים ואת הרווחים (ההפסדים) ההיסטוריים שהחברה ייצרה בעבר אך לא חילקה כדיבידנד. נסיב שווי חברה (שווי שוק או שווי כלכלי), להבדיל מה-Book Value (שהוא שווי מאזני וליתר דיוק הוא בכלל עלות ולא שווי) אמור לשקף את השווי הנוכחי של הנכסים הקיימים ואת פוטנציאל הרווחים העתידיים, קרי, את המוניטין העסקי של החברה (שבמילוי של כלכלן המוניטין העסקי הוא היכולת של החברה לייצר רווחים חיוביים באופן מובהק מבחינה סטטיסטית לאורך זמן). נסיב, כי מאחר ובני הזוג מצויים בתחילתו של הליך גירושין הרי ששווי החברה של האישה צפוי להיקבע במסגרת הליך זה, על ידי מומחה כלכלי מטעם בית המשפט לענייני משפחה. על כן, התבקשתי לערוך מספר ניתוחי רגישות להנחות בדבר שווי החברה תחת הנחות שונות, אולם לא ביצעתי כל הערכת שווי לחברה, אלא בחנתי את סבירותיות השווי האפשרי של החברה.

שווי הוגן

"שווי הוגן" (Fair Value) מוגדר כשווי שבו תימכר חברה בעסקה שבין מוכר מרצון וקונה מרצון, כאשר אף צד אינו פועל תחת מוגבל, לחץ או כפייה, כששני הצדדים פועלים באופן רציונלי, מכירים באופן סביר את כל העובדות והנסיבות הרלוונטיות וכל צד מבקש להשיג את תועלתו הכלכלית. שווי הוגן נקבע על ידי שיתופבאחת משלוש גישות מרכזיות: גישת ההכנסות/הרווח, גישת העלות וגישת השוק. התיאוריה הכלכלית הקלאסית גורסת, כי שווי הוגן נקבע בשוקים משוכללים בהם האינפורמציה מלאה ועל בסיס עסקה בתהליך של "ממוכר מרצון לקונה מרצון" (At arm's length).

גישת השוק

בהתחשב באופייה ובשלב חייה של החברה המוערכת, בחרתי בגישת השוק כשיטת ההערכה המתאימה ביותר להערכת שווי החברה המוערכת בשל העובדה שניתן לגזור את שווי החברה המוערכת דרך השוואה לשוויין של חברות דומות בתעשייה מהן ניתן להסיק לגבי שווי החברה המוערכת על ידי. גישת השוק (Market Approach) מתבססת על מידע הנאסף ממחירי שוק בעסקאות במניות חברות דומות. לאחר איסוף המידע, מבוצעות התאמות לחברות אלו על מנת שישקפו באופן נאות את המצב והשימושיות של החברה המוערכת באופן יחסי לחברות הדומות בשוק.

שיטת המכפיל

שיטת המכפיל (Multiple Method) נגזרת מגישת השוק. בשיטת המכפיל מוערכת החברה על בסיס היחס הממוצע בענף בו היא פועלת בין שווי השוק של הפעילות העסקית לבין פרמטר חשבונאי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA), הרווח התפעולי לפני מס (EBIT), הרווח התפעולי לאחר מס, ההון העצמי ועוד. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק של הפעילות לבין הפרמטר החשבונאי הלהבטי מכוונה "מכפיל". יתרונה של השיטה נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. לביצוע הערכת השווי ע"פ