

מהו שווי המותג?

התקינה החשבונאית הבינלאומית, כמו גם חיי המסחר היוס־יומיים, מחייבים להעריך שוויים של מותגים. סקירת הגישות הקיימות והשימושים בהן

< ניצנה עדוי

חודי בהשוואה למתחרים בענף, ולכן מהווה גורם משיכה לא רק לצרכנים אלא גם לספקים ולעובדים. יותר מכך: הוא מרתיע מתחרים פוטנציאליים ומהווה חסם כניסה לענף. היתרונות התחרותיים מתורגמים כמובן ליתרונות כלכליים, כאשר החוזק של המותג והדינמיקה בענף יקבעו את אופיים – פרמיה בהכנסות, עלויות נמוכות, נתח שוק וכו'. ניתוח אסטרטגי של הענף יתן מענה לשאלות הנוגעות לתוואי היתרונות הכלכליים לאורך זמן.

הערכת שווי מותג עשויה להידרש מסיבות שונות, בעיקר – דרישות התקינה החשבונית. על פי התקינה הבינלאומית, יש להכיר בשווי ההוגן של נכסים בלתי מוח-

אחד הנכסים המרכזיים של חברה הוא מותג. זהו נכס בלתי מוחשי המתייחס לסך כל העמדות, הרגשות והתפיסות של הסביבה העסקית בנוגע למוצר, שירות או חברה. התמונה העולה מדירוג המותגים המובילים לשנת 2006 של "ביזנס וויק" והשוואת ערכם לשווי השוק של החברה מוצגת בטבלה א'.

כיצד תורם המותג לשווי החברה? בסביבה עסקית דינמית, מגוון המוצרים הולך וגדל ללא הפסק, ואילו ההבדלים הפונקציונליים בין המוצרים השונים הולכים ומצטמצמים. כתוצאה מכך, התחרות מתגברת והרווחיות נשחקת. דרך יעילה להתמודד מול התחרות היא המיתוג.

המותג יוצר בידול. הוא נתפש כיי-

י במבט חטוף במכפילי ההון של חברות הנסחרות בבורסה על מנת להבין, כי שווי השוק שלהן אינו דומה להון העצמי הרשום בספריהן, ולעיתים אף שונה ממנו במידה ניכרת. גם אם נבחן את מאזני החברות לעומקם ונשערך את הנכסים הרשומים בהם על מנת לאמוד את ההון העצמי "הכלכלי" נמצא, כי במקרים רבים ניתן אולי לצמצם את הפער בין שווי השוק להון העצמי אך לא לבטלו לחלוטין.

כיצד ניתן להסביר את הפער? אחד ההסברים, או הגורמים התורמים לכך, נעוץ באופי הנכסים הרשומים בדוחות הכספיים. נכסים אלה הם ברובם פיננסיים (מזומנים, השקעות) או גשמיים כגון קרקע, ציוד ומכונות. נכסים אלה מכונים נכסים מוחשיים. ואולם, לחברות רבות נכסים שאינם מוחשיים – למשל פטנטים, זכויות יוצרים, רשימת לקוחות. נכסים אלה עשויים לתרום משמעותית לערך, אף כי אין להם ביטוי כלל בדוחות הכספיים.

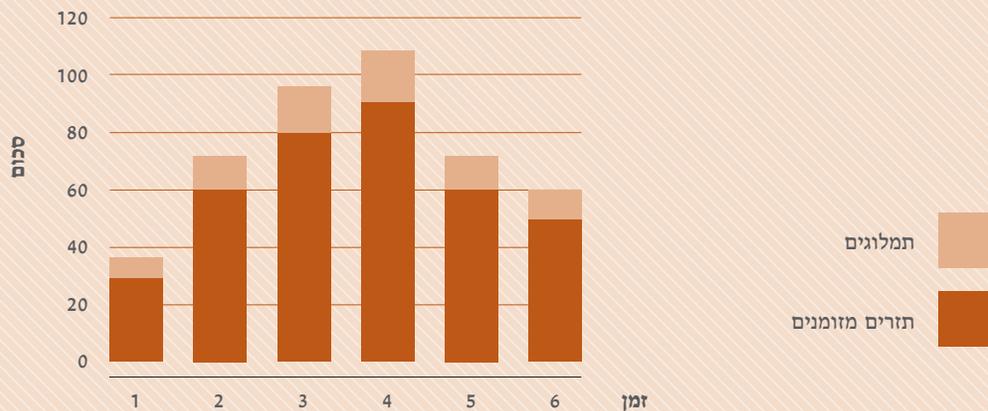
הפער הניכר בין השווי הכלכלי של חברה לבין השווי החשבונאי שלה יצר התפתחות בתקינה החשבונאית. התקינה הבינלאומית מכירה בנכס לא־כספי הניתן לזיהוי וחסר מהות פיזית כנכס בלתי מוחשי. המוסד הישראלי לתקינה חשבונאית אימץ גישה זו ופרסם לאחרונה את תקן חשבונאות 30 הדין בנכסים בלתי מוחשיים, והמבוסס על התקן הבינלאומי IAS 38.

ניצנה עדוי, בעלי משרד "ניצנה עדוי - ניתוח עסקים"; האוניברסיטה הפתוחה

טבלה א'

שווי המותג ביחס לשווי החברה	שווי החברה במיליארדי דולרים ²	שווי המותג במיליארדי דולרים ¹	שם החברה
55%	122.7	67.0	קוקה־קולה
20%	285.7	56.9	מיקרוסופט
35%	161.8	56.2	IBM
12%	397.3	48.9	GE
22%	145.0	32.3	אינטל

תרשים ב': שיטת הפטור מתמלוגים



עוסקת בסיכום פשוט של העלויות ההיסטוריות אלא מייצגת גישה כלכלית.

ההיבט הכלכלי מביא בחשבון את השלכות תנאי השוק על עלות הנכס. מחד: זמינות תחליפים ועלותם בשוק. אלה מושפעים ממגמות ההיצע והביקוש – קיטון בהיצע ו/או גידול בביקוש לנכס יובילו להגדלת העלות, ולהיפך. מאידך, יש להתחשב במרכיב ההתיישנות של הנכס הנמצא בבעלות החברה – התיישנות פונקציונלית, טכנולוגית וכלכלית.

היתרון המרכזי בשימוש בגישת העלות הוא פשטותה היחסית. לעומת זאת, יש לה מספר נקודות תורפה: זמינות מוגבלת של נכסים חלופיים לרכישה, התעלמות מהתחשבות בסיכויי ההצלחה בעת אומדן העלויות הנדרשות ליצירת הנכס, וכן מתאם נמוך (אם בכלל) בין עלויות הפיתוח לבין הרווחיות. מסיבות אלה, במרבית המקרים גישת העלות אינה מתאימה להערכת שווי מותגים.

גישת השוק יוצאת מתוך הנחה, שבשוק תחרותי ההיצע והביקוש קובעים את מחיר שיווי המשקל של כל מוצר ומוצר. גישת השוק מבוססת על נתוני שוק, ובעיקר על נתונים הנגזרים מעסקאות בתחום. למשל: המחיר ששולם עבור נכס מסוים בעסקה מסוימת ע"י קונה מסוים ממוכר מסוים. נתוני השוק מהווים נתוני השוואה לנכס הנבחן ושוויו. טכניקה שכחה בתחום זה מבוססת על יצירת מכפילי שוק ביחס לפרמטרים שונים, כגון מחיר הרכישה ביחס לרווח השנתי של החברה הנרכשת, לרווח התפעולי או לסך ההכנסות.

השכיחה למוטג תהיה רחבה יותר ותכלול את המרכיבים המהווים חלק מהזהות המותגית – צבעים, צלילים, עיצוב, אריזה, סלוגן, וכו'. במקרים אלה ניתן לטעון, כי השווי נובע מהמרכיבים השונים כקבוצה.

הגדרת מושא ההערכה מותנית במטרת הערכת השווי. במקרים מסוימים, למשל: בעת בדיקת כדאיות רכישת מותג מול פיתוח עצמי, אין משמעות כלכלית להפרדה בין הגדרת המותג לבין מכלול הנכסים המוחשיים והלא-מוחשיים המשמשים לבנייתו. במקרים אלה הגדרת המותג תורחב וייתכן שתכלול את היחידה העסקית או החברה בשלמותה.

שנית, יש לבחון מהי שיטת ההערכה המועדפת בכל מצב. טכניקות ההערכה המקובלות כוללות שלוש גישות, הישירות, מותגית ושווי של נכסים לא-מוחשיים שונים. כולן מכוונות להשגת אומדן אנליטי לשווי הנכס בהתבסס על התיאוריה הכלכלית, אך כל אחת מהן שמה דגש על פן אחר. **גישת העלות** מבוססת על אומדן הסכום הדרוש על מנת להשיג נכס חליפי באמצעות רכישה או יצירה מחדש – כולל מחקר ופיתוח של מהות המוצר, מבחני שוק, שיווק, קידום מכירות וכו'. על פי העקרונות הכלכליים, מחירי הנכסים בשוק יעיל יחסיים לתועלות מהם. לכן, העלות שחברה תהיה מוכנה להשקיע בנכס, לא תעלה על מחיר נכס חליפי בשוק. מכאן שהעלות הרלוונטית היא הסכום המירבי שהשוק מוכן לשלם עבור הנכס, ולא בהכרח העלות ההיסטורית שהושקעה ביצירת הנכס. גישת העלות אינה

שיים, ובכללם מותגים, בעת רכישתם אם כנכסים נפרדים ואם כחלק מצירוף עסקים³. בעת צירוף עסקים נוצר במקרים רבים פער בין מחיר הרכישה לבין חלקה של החברה הרוכשת בשווי המאזני של החברה הנרכשת. התקינה מחייבת לייחס פער זה לנכסים המוחשיים והבלתי מוחשיים של החברה הנרכשת כמו גם להתחייבויותיה. לצורך זה, בנוסף לתקן IAS 38, התקינה הבינלאומית דנה בשווי ההוגן של נכסים בלתי מוחשיים ובגישות ההערכה השונות במסגרת צירופי עסקים – IFRS3.

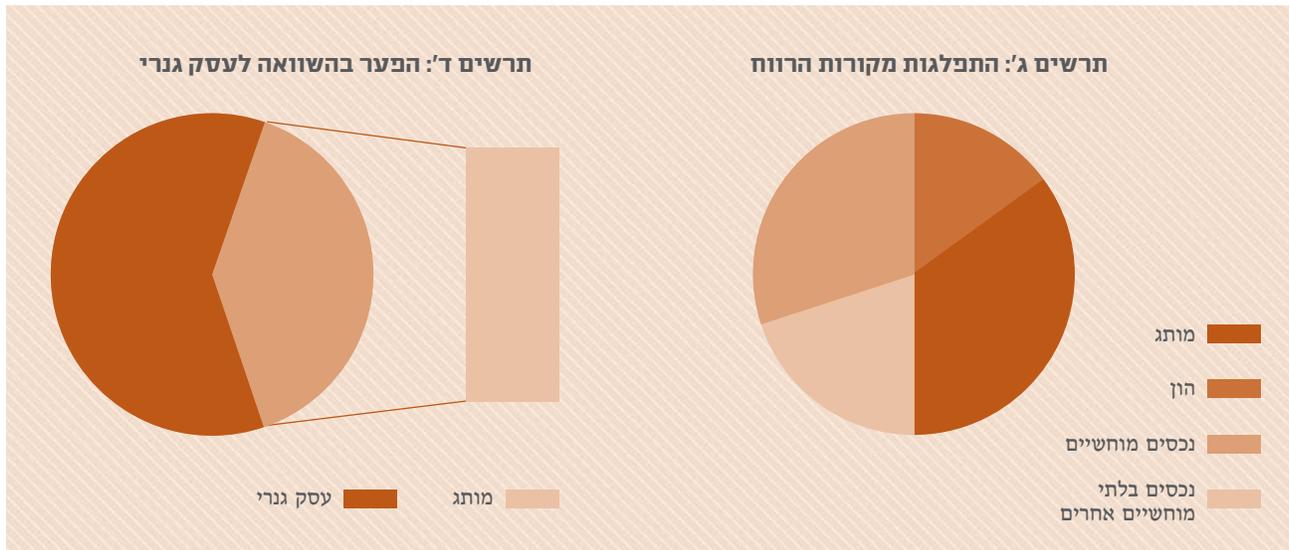
התקנים החשבונאיים מספקים קווים מנחים לאמידת השווי ההוגן של נכסים בלתי מוחשיים. אולם יש לזכור, כי הערכות שווי נכסים בלתי מוחשיים נדרשות גם לצרכים אחרים, כגון בחינת כדאיות עסקאות. להלן נתמקד בהערכת שווי של מותג ובעיקר בהיבטים הכלכליים שלה.

כל מצב והשיטה המתאימה

ראשית, ראוי להגדיר מהו מושא ההערכה: האם מדובר בנכס חוזי כדוגמת סימני מסחר, במוצר או שירות הנתפס כמותג במשמעותו הנרחבת או בחברה בעלת שם מותג.

ניתן להתייחס למונח מותג מההיבט המשפטי: מהו הנכס המוגן משפטית – סימני מסחר, שמות מסחריים, לוגו וכו'. הגדרת המותג בדרך זו שימושית בעיקר כאשר מושא הערכת השווי הוא הסכמי זכויות.

ואולם, בדרך כלל כאשר הישות המשמשת במוטג היא גם בעליו, ההגדרה



התמלוגים שחברה היתה משלמת בגין השיי מוש בשם המותג לולא היה בבעלותה. היוון התשלומים בגין תמלוגים (מנוכס ממס) משקף את שווי המותג.

הערכת שווי המותג על פי שיטה זו תכלול 3 שלבים עיקריים: הערכת אורך חייו הכלכליים של המותג, ובניית תחזית תזרים המזומנים; הגדרת שיעור התמלוגים הרעיוני ביחס לתזרים המזומנים החזוי; קביעת שיעור ההיוון המתאים והיוון זרם התמלוגים החזוי (ראו תרשים ב').

שיטת הרווחים העודפים. על פי שיטה זו שווי המותג מתקבל ע"י היוון הרווחים הנר-ספים הצפויים להיות מושגים באמצעותו, לכל אורך החיים הכלכליים. הרווחים העוד-פים נאמדים באחת הדרכים הבאות:

< אומדן מקורות הרווח. הדרך האחת היא לנתח את הנתונים הפנימיים של העסק בעל שם המותג ולאמוד את הרווחיות המר-שגת ע"י העסק בניכוי תרומת הנכסים האח-רים, מוחשיים ובלתי מוחשיים, ותרומת ההון המושקע. הרציול התומך בגישה זו הוא שרווחיות העסק בעל שם המותג נובעת ממספר מקורות (ראו תרשים ג').

לכן, מתזרים המזומנים החזוי יש לנכות חיובים בגין שימוש בנכסים אחרים אשר שימשו לצורך יצירת התזרים. היוון תזרים המזומנים השאריתי (מנוכה ממס) מייצג את שווי המותג.

< השוואה לעסק גנרי. הדרך האחרת היא לנתח נתונים חיצוניים ולאמוד את הרווחיות המושגת ע"י העסק בעל שם מותג בהשוואה לרווחיות עסק ללא שם מותג

כיצד תורם המותג לשווי החברה? בסביבה עסקית דינמית, מגוון המוצרים הולך וגדל ללא הפסקה, ואילו ההבדלים הפונקציונליים בין המוצרים השונים הולכים ומצטמצמים. כתוצאה מכך, התחרות מתגברת והרווחיות נשחקת. דרך יעילה להתמודד מול התחרות היא המיתוג

הצפויים להתקבל מהנכס לאורך חייו הכלכליים. תזרים המזומנים החזוי מהוון בשיעור התשוואה הנדרש ע"י משקיעים על מנת להמירו בסכום יחיד, שישקף הן את הסיכוי הטמון בבעלות על הנכס והן את הסיכון או האי-ודאות בהשגת ההכנסות העתידיות. לפי גישה זו, שווי הנכס נאמד ע"י היוון ההטבות הכלכליות הצפויות לנבוע ממנו. גישה זו שימושית במיוחד לניתוח וכימות הפוטנציאל העתידי תחת תרחישים שונים.

יישום גישת ההכנסות

גישה ההכנסות כוללת שתי שיטות מרכזיות. **שיטת הפטור מתמלוגים.** יסוד גישה זו עומדת ההנחה, כי ניתן לחלק באופן רעיוני את היחידה העסקית לשני עסקים נפרדים: האחד עוסק בייצור ו/או שיווק והשני מחזיק בבעלות על שם המותג. העסק המחזיק בבע-לות על המותג מעניק לעסק היצרני/שיווקי רישיון שימוש בשם המותג. כנגד הענקת הרישיון, זכאי הבעלים לתמורה בדמות תמלוגים מהמכירות או מהרווח המושג. לפיכך, על פי שיטה זו יש להעריך את שיעור

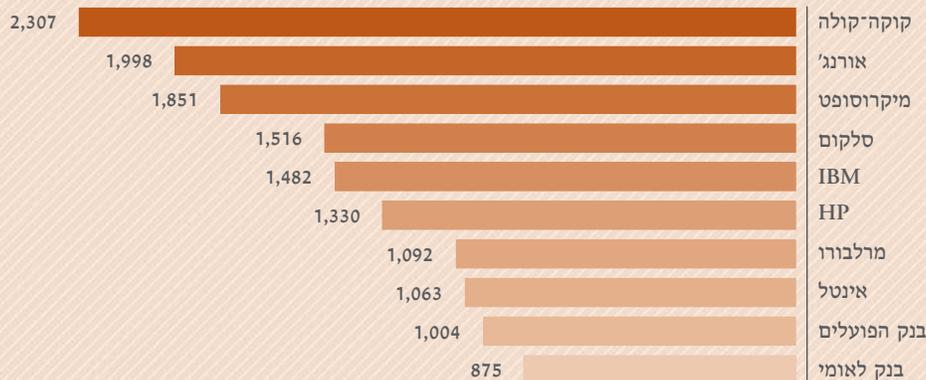
ואולם, לכל עיסקה יש מאפיינים ייחודיים משלה, ולכל קונה או מוכר עשויים להיות שיקולים אשר אינם משקפים את אלה של יתר הפעילים בשוק. לעיתוי העיסקה עשויה להיות השלכה על מחיר הנכס, שכן כל נקודת זמן עשויה לשקף תנאי שוק שונים, המושפעים מרמת התחרות ומזמינות נכסים דומים.

לכן, על מנת להעריך את שווי הנכס על האנליסט לבצע מחקר שוק, לנתח את הנתו-נים ולהתאימם למאפייני הנכס. כלומר: שווי הנכס, המשקף את המחיר הצפוי תמורתו, נגזר מנתוני שוק אמפיריים ועיבודם. עיבוד הנתונים והסקה מהם לגבי שווי הנכס מחיי-בים מומחיות ויכולת מקצועית גבוהה של האנליסט.

במקרים רבים גישת השוק אינה ישימה בשל מחסור בעסקאות בנות השוואה ובמידע גלוי לציבור בנוגע לעסקאות אלה. הערכת שווי לפי גישה זו, אם היא ישימה, שימושית בעיקר כקו מנחה לצורך מכירה או רכישה של מותגים.

גישת ההכנסות היא הרווחת ביותר בתחום. היא מבוססת על הכנת תחזיות לגבי ההכנסות, הרווחים ותזרימי המזומנים

שווי המותגים המובילים בישראל, 2006 (דירוג "גלובס", מיליוני שקלים)



משתתפי השוק בעיסקה של מוכר מרצון לקונה מרצון ויתחשב בדרישות התקינה. לעומת זאת, הערכת שווי לצורך רכישת נכס תביא בחשבון, כי רוכש אסטרטגי יהיה מוכן לשלם פרמיה על מחיר השוק בשל ציפיות לסינרגיה.

היבט אחר מתייחס לדרישות המידע של מזמין הערכת השווי – רמת היכרותו את הנכס, רמת התחכום בהבנת הערכת השווי וכו'. מנגד יש לבחון את זמינות הנתונים ואיכותם, שכן חסר בנתונים או באיכותם עשוי להגביל את השימוש באחת או יותר מהגישות שנסקרו.

לסיכום: הערכת שווי של מותג, בדומה להערכת שווי של חברה, אינה תבנית סדורה גם אם היא מבוססת על עקרונות וקווים מנחים. הגורם החשוב בקבלת החלטה על גישת הערכת השווי היא יכולת הניתוח ושיי קול הדעת המקצועי של האנליסט.

יכולת זו תבוא לידי ביטוי הן בהבנת ההבדלים בין הגישות, העקרונות הכלכליים עליהן הן נשענות והתאמתן להערכת שווי הנכס המסוים, והן ביכולתו ליישם כהלכה את הגישה שנבחרה בהתאם למטרת הערכת השווי. ●

הערות

1. אתר האינטרנט של "ביזנס וויק".
2. Yahoo Finance, יולי 2007.
3. לפי תקן 30, מותגים אשר נוצרו באופן פנימי לא יוכרו כנכסים בלתי מוחשיים.

כאשר הישות המשתמשת במותג היא גם בעליו, ההגדרה השכיחה למותג תהיה רחבה יותר ותכלול את המרכיבים המהווים חלק מהזהות המותגית - צבעים, צלילים, עיצוב, אריזה, סלוגן, וכו'. במקרים אלה ניתן לטעון, כי השווי נובע מהמרכיבים השונים כקבוצה

התשוואה להון שונים. שיטת הפטור מתמלוגים מתאימה ליי שום בעיקר כאשר מעריכים שווי של מותג במשמעות המצומצמת (סימני מסחר, שמות מסחר וכו'), בעוד שיטת הרווחים העודפים מתאימה בעיקר כאשר המותג מהווה נכס מהותי בעסק.

יחד עם זאת, גישת ההכנסות על גרסאור תיה השונות מעלה את החשיבות של ניתוח אסטרטגי-ענפי כבסיס להערכת ההטבות הכלכליות הצפויות מהמותג. הניתוח האסטרטגי-ענפי חיוני להגדרת אורך החיים הכלכליים (אם אפשר), הערכת תוואי הצמיחה, בחינת חוזק המותג וקביעת שיעור ההיוון המשקף את רמת הסיכון הגלומה.

כל הגישות להערכת שווי מותג – גישת העלות, גישת השוק וגישת ההכנסות – מברר ססות על עקרונות כלכליים. יחד עם זאת, נקודת המפתח לקבלת החלטה לגבי גישות הערכת השווי המתאימות לכל מצב היא הבנה מעמיקה של העסק בכלל ושל הנכס בפרט.

כמו כן, יש להבין את מטרת הערכת השווי. למשל: השווי ההוגן של הנכס לצורך דיווח כספי ישקף את נקודת המבט של

(עסק גנרי). הרציונל העומד בבסיס גישה זו הוא שרווחיות עסק בעל שם מותג תהיה גבוהה מזו של עסק זהה אך ללא שם מותג. הפער ברווחיות העסקים השונים מייצג את תרומת המותג (ראו תרשים ד').

במבט מהיר ניתן לקבוע, כי מחיר מוצר ממותג גבוה ממחיר מוצר גנרי בזכות פרמיית המיתוג. אחת הגישות להערכת שווי מותג, המתבססת על פערי המחירים בין מותג לעסק או מוצר גנרי, מכונה פרמיית המחיר. אולם יהיה זה פשטני להתבסס על הבדל זה בלבד בין העסק בעל שם המותג לבין עסק גנרי.

המיתוג בא לידי ביטוי במרכיבי הרווחיות השונים, ולא רק במחיר, שכן הוא מאפשר רווחיות עודפת לא רק מול לקוחות אלא גם מול ספקים, עובדים וספקי ההון. מנגד יש להביא בחשבון, כי המיתוג ושימורו מחייבים השקעות לאורך זמן. לפיכך, על מנת לשקף את מלוא השלכות המיתוג על רווחיות העסק, המדדים הראויים להשוואה בין עסק ממותג לעסק גנרי יהיו הרווח התפעולי והתשוואה להון. שווי המותג יחושב באמצעות הפער בין שווי העסק בעל שם המותג לבין שווי עסק גנרי בו הרווח תפעולי ו/או