



2 הגישות ליישום שיטת ה-DCF: הגישה הבלתי ממונפת לעומת הגישה הממונפת

מעריך השווי האקטואר יוסי דקל מציג את 2 הגישות ליישום שיטת ה-DCF להערכת שווי חברות: FCF ו-NCF

שיטת היוון תזרימי המזומנים, המוכרת יותר בשם שיטת ה-DCF, הינה שיטת הערכת השווי הנפוצה ביותר בעסקאות מחוץ לבורסה (מיזוגים, רכישות, הקצאות פרטיות ולקראת הנפקה), כאשר בתוך הבורסה נפוצה יותר שיטת המכפילים. הרעיון הבסיסי העומד בבסיס השיטה הוא הנחת "עסק חי". לאמור - אם קיים ספק סביר לגבי המשך קיומה של החברה, הרי שלא נעשה שימוש בשיטת ה-DCF. מאידך אם לא קיים ספק כזה, כלומר, אם לא סביר שהחברה תפורק או תפסיק פעילות, הרי שניישם את שיטת ה-DCF.

לפי שיטת ה-DCF, שווי החברה נובע מיכולתה לייצר תזרימי מזומנים פנויים עד לאינסוף. לשון אחר, אומדים זרמי מזומנים עתידיים ומחיר הון (שיעור היוון) מותאם לסיכון החברה, כדי להוון את אותם זרמי מזומנים.

באופן כללי, הרעיון העומד מאחורי שיטת ה-DCF להערכת שווי חברות, אינו שונה מהרעיון של שיטת ה-NPV להערכת שווי פרויקטים. נזכיר שהרעיון העומד מאחורי שיטת ה-NPV הוא שהשקעה מוסיפה ערך אם ורק אם היא מוסיפה תשואה עודפת (קרי, מעל לתשואה ההוגנת המקובלת עבור השקעות בסיכון דומה). להלן משוואת ה-NPV:

$$NPV = -I_0 + \frac{\sum_{t=1}^n CF_t}{(1+r)^t}$$

(I_0 - הינה ההשקעה שהושקעה במיזם, בזמן 0). הוא הדין לגבי הרעיון העומד מאחורי שיטת ה-DCF - רוצים לבדוק האם החברה יודעת לייצר תשואה מעל לתשואה ההוגנת המקובלת. לאמור, שווי החברה נגזר מיכולתה לייצר שיעור תשואה עודף. ככל ששיעור זה גבוה יותר, כך שווי החברה גבוה יותר. בשיטת ה-DCF ההסתכלות היא על יכולת ייצור תזרימי מזומנים ולא רווח, מה שנקרא Cash is King (רווח על בסיס מזומן ולא על בסיס צבירה).

בין יתרונות השיטה, ניתן לציין, כי היא מתבססת על מחקרים לכלכליים ובמידה מינימלית על אינפורמציה חשבונאית. השיטה היא מורכבת ולכן מחייבת העמקה בניתוחים אקטואריים (מכיוון שאנו חייבים להיות מסוגלים לתת תחזית תזרימי מזומנים מפורטת לשנים הבאות) וכמובן שהשיטה מכסה את כל מקורות השווי של החברה (הפעילות העסקית, השקעות צדדיות וכו'). חסרונותיה של השיטה הן אי הוודאות (הבאה לידי ביטוי בהיוון תזרימים עתידיים במחיר הון עתיד) הגוזרת עבודת חיזוי מלומדת של העתיד. השיטה גוזלת זמן רב (שלא תמיד קיים), בחיזוי תזרימי המזומנים המורכבים (יש סעיפים רבים שצריך לחזות). השיטה אינה ישימה לחברות בקשיים, שעבורן הנחת "העסק החי" איננה תקפה, היא אינה מתאימה לחברות סטארט-אפ שלהן אין היסטוריה וקשה לחזות את הצלחת הרעיון, השיטה לא מתאימה לחברות שתזרימי המזומנים שלהן מתאפיינים בחוסר יציבות, או חברות מחזוריות (המושפעות מאוד ממצב השוק). קיימות 2 גישות ליישום שיטת ה-DCF.

הגישה הבלתי ממונפת (FCF)

בגישה זו מעריכים את שווי החברה ללא כל קשר למינוף הפיננסי שלה, כלומר, עושים הפרדה

מוחלטת בין הפעילות העסקית לבין צד המימון (כיצד מממנים את הפעילות). למעשה, אנו מבצעים הערכת שווי לחברה, כאילו אין מינוף (כלומר, ממומנת 100% בהון עצמי) ואח"כ מעריכים בנפרד כמה שווה המינוף (מפחיתים אותו משווי הפעילות העסקית, כדי להגיע לשווי החברה). בגישה זו, יש לאמוד את תזרימי המזומנים מהעסק, קרי, תזרימי מזומנים תפעולי נקי ממס (לפני הוצאות מימון). תזרימי זה מוגדר כ-FCF (תזרימי מזומנים חופשי, Free Cash Flow). ה-FCF הוא למעשה תזרימי המזומנים הפנוי לחלוקה בין ספקי ההון של החברה. ספקי ההון של החברה הם ספקי ההון הזר (מלווים) וספקי ההון העצמי (בעלי ההון העצמי של החברה).

להלן טבלה המסבירה כיצד מחושב ה-FCF עם מספרים לדוגמה, תחת ההנחה שהיקף ההשקעות הנורמטיבי החזוי ברכוש קבוע שווה להוצאות הפחת (10 יח') ושהיקף ההשקעה החזוי בהון חוזר הוא 5 יח'.

רווח תפעולי	100	(נתון)
בניכוי הוצאות מס (23%)	23	(נתון)
בתוספת הוצאות פחת	10	(נתון)
בניכוי השקעה ברכוש קבוע	10	(נתון)
בניכוי השקעה בהון חוזר	5	(נתון)
FCF	72	(חישוב)

בגישה זו בונים תחזית ל-5 שנים קדימה של ה-FCF (תחזית מפורטת) ומהוונים אותה להיום כדי לקבל את שווי הפעילות העסקית (השווי התפעולי) בגין תקופת התחזית המפורטת. מאחר וה-FCF שייך לספקי ההון של החברה נחפש מחיר הון משוקלל של בעלי ההון הזר ובעלי ההון העצמי (כי ה-FCF שייך לשניהם, כל זמן שלא שולמו ממנו הוצאות המימון לבעלי ההון הזר. מחיר ההון המשוקלל של החברה יחושב כדלקמן:

$$WACC = Ke \cdot \frac{E}{E+D} + Kd \cdot (1-T) \cdot \frac{D}{E+D}$$

כאשר Ke הוא מחיר ההון העצמי ו-Kd הוא מחיר ההון של החוב. לאחר מכן, יש להוון את FCF₆ לאינסוף באמצעות ה-WACC ושיעור צמיחה קבוע לאינסוף ולהוון אותו בחזרה למועד הערכת השווי (5 שנים אחורנית), כדי לקבל את ערך השייר של הפעילות העסקית. את ערך השייר של הפעילות העסקית נוסיף לשווי הפעילות העסקית בגין תקופת התחזית המפורטת.

שווי העסק (שווי הפעילות העסקית בהתעלמות ממינוף) יחושב כסך הצברם של ערך השייר ושווי הפעילות בגין תקופת התחזית המפורטת. בגישה זו, לא מגיעים ישירות לשווי ההון העצמי (שווי החברה) אלא לשווי הפעילות העסקית ולכן יש לנכות משווי העסק המוגדר לעיל את שווי ההתחייבויות הפיננסיות נטו (שבאו לממן את הפעילות נטו מנכסים פיננסיים, תחת ההנחה, כי החברה אינה זקוקה לעודפי מזומנים כדי להתקיים בשוטף), להוסיף עליו את שווי הנכסים העודפים ולהוסיף/לנכות התאמות נוספות. החיסרון העיקרי של הגישה הוא שגדרש להפריד בין צד המימון לצד ההשקעות (פעילות עסקית). צריך תזרימי מזומנים תפעולי לפני הוצאות מימון ואמורים להבחין בין הוצאות מימון תפעוליות (שאמורות להיכלל ב-FCF) לבין הוצאות מימון

לא תפעוליות (שלא אמורות להיכלל ב-FCF). לא פשוט בכלל.

הגישה הממונפת (NCF)

בגישה זו מלכתחילה לוקחים בחשבון שיש מינוף פיננסי. בגישה זו עושים הערכת שווי ישירות, של ההון העצמי. בגישה זו יש לאמוד את תזרימי המזומנים לבעלי ההון העצמי בלבד, קרי, תזרימי מזומנים נקי אחרי הוצאות מימון, בתוספת הוצאות מימון לאחר מס. תזרימי זה מוגדר כ-NCF (תזרימי מזומנים נקי, Net Cash Flow). ה-NCF הוא למעשה תזרימי המזומנים הפנוי לחלוקה לספקי ההון העצמי (בעלי ההון העצמי של החברה) בלבד.

קיימים שני דרכים להגיע ל-NCF:

רווח תפעולי	100	(נתון)
בניכוי הוצאות מימון	10	(נתון)
רווח אחרי הוצאות מימון	90	100 - 10
בניכוי הוצאות מס (23%)	20.7	$90 \times 0.23 =$
בתוספת הוצאות פחת	10	(נתון)
בניכוי השקעה ברכוש קבוע	10	(נתון)
בניכוי השקעה בהון חוזר	5	(נתון)
NCF בדרך א'	64.3	(חישוב)

רווח נקי לאחר מס	61.6	(נתון)
בתוספת הוצאות מימון לאחר מס (23%)	7.7	$10 \times (1 - 0.23) =$
בתוספת הוצאות פחת	10	(נתון)
בניכוי השקעה ברכוש קבוע	10	(נתון)
בניכוי השקעה בהון חוזר	5	(נתון)
NCF בדרך ב'	64.3	(חישוב)

גם בגישה זו מבצעים תחזית ל-5 שנים קדימה של ה-NCF (תחזית מפורטת) ומהוונים אותה להיום, כדי לקבל את שווי ההון העצמי (שווי האקוויטי) בגין תקופת התחזית המפורטת. מאחר וה-NCF שייך לספקי ההון העצמי של החברה בלבד נחפש מחיר הון ראווי לבעלי ההון העצמי של החברה בלבד (כי מרגע שהוצאות המימון שולמו, כל ה-NCF שייך אך ורק לבעלי ההון העצמי). מחיר ההון העצמי של החברה יחושב כדלקמן:

$$CAPM = Rf + \beta \cdot Rpm$$

כאשר Rf הוא שיעור הריבית חסרת הסיכון ו-RPm הוא רכיב פרמיית סיכון סיסטמטי. לאחר מכן, יש להוון את NCF₆ לאינסוף באמצעות מודל ה-CAPM המסורתי (ללא פרמיית גודל) ושיעור צמיחה קבוע לאינסוף ולהוון אותו בחזרה למועד הערכת השווי (5 שנים אחורנית) כדי לקבל את ערך השייר של ההון העצמי. את ערך השייר של ההון העצמי נוסיף לשווי ההון העצמי בגין תקופת התחזית המפורטת.

שווי החברה (שווי ההון העצמי תוך התחשבות במינוף) יחושב כסך הצברם של ערך השייר ושווי ההון העצמי בגין תקופת התחזית המפורטת. בגישה זו לא מגיעים לשווי הפעילות העסקית אלא לשווי ההון העצמי ולכן יש להוסיף לשווי החברה המוגדר לעיל את שווי הנכסים העודפים (נכסים לא תפעוליים שאינם חלק מהפעילות) ולהוסיף/לנכות התאמות נוספות לפי הצורך ולפי העניין. יתרונה של הגישה הוא בכך שאין הפרדה בין צד הפעילות לצד המימון. חסרונה של השיטה הוא שיש לקחת בחשבון מבנה הון לכל שנה בתחזית, כך שאם יש שינוי במבנה ההון, מחיר ההון העצמי המושפע מהמינוף גם הוא ישתנה. גישה זו נחשבת לעדיפה יותר בקרב אנליסטים בארה"ב.