



הערכת שווי חברות לצרכי גירושין: הערכה שווי כלכלית של חברה לעומת הערכת שווי כלכלי של חברה

עו"ד ענבר דור | סוקרת בכתבה זו את 5 השיטות המקובלות להערכה כלכלית של שווי חברה, על יתרונותיהן וחסרונותיהן.

הערכת שווי חברה הינה חלק אינטגרלי מהליך איזון המשאבים בין בני זוג עקב גירושין, בשל העובדה שהחברה מהווה חלק ממסת הנכסים לחלוקה של בני הצדדים. בדיוק כפי שדירת המגורים היא נכס משותף כך גם חברה בבעלות אחד מבני הזוג הינה נכס משותף שיש לתת עליו את הדעת בהליך הגירושין.

לשון אחר, על מנת שניתן יהיה לאזן בין כלל המשאבים (המוחשיים והבלתי מוחשיים כאחד) של בני הזוג, בהתאם לעיקרון איזון המשאבים הנובע מחוק יחסי ממון – הרי שיש צורך לאמוד את שווייה של החברה. למה צריך לאמוד את שווייה? כי מדובר במספר שאיננו ידוע בוודאות לאיש בעולם ועל כן יש לצורך לחזות/לנבא/לשערך אותו באמצעות מודל מתמטי-סטטיסטי מקובל.

מהי הערכת שווי כלכלית של חברה?

הערכת שווי כלכלית של חברה פירושה אמידת ערך לחברה בהתבסס על אחת או יותר מהשיטות הכלכליות המקובלות להערכת שווי (קרי, על בסיס מודל מתמטי-סטטיסטי ואומדנים אמפיריים לפרמטרים של המודל) חלף החלטה שרירותית שהשווי הוא X, למה? ככה!!! (הוצאת ת'אצבע שלי מהחלון וזה מה שיצא).

מהי הערכת שווי כלכלי של חברה?

שווי כלכלי הוא שווי בעסקה בין קונה מרצון ומוכר מרצון ללא לחץ על אחד הצדדים לביצוע מהיר של העסקה (מה שממש לא קורה באיזון משאבים) כאשר שווי זה כולל בחובו פרמיית שליטה. לאמור – שווי כלכלי מקפל בתוכו הן את היכולת של הקונה לנווט את החברה (קרי, להתוות את דרכה העסקית ולכפות עליה ניהול יעיל, שעשויים להעלות את שווייה) כמו גם את יכולתו לצרוך שכר וטובות הנאה מעבר למתחייב על פי כישוריו ותנאי העסקה המקובלים במשק. **הערכת שווי כלכלית שמטרה איננה לאמוד את השווי הכלכלי של החברה (למשל, הערכת שווי מיעוט שחיר או שווי מיעוט לא שחיר) כולו השתם תהיה נמוכה יותר מהערכת השווי הכלכלי של החברה.**

כיצד מעריכים שווי של חברות?

קיימות מספר שיטות מקובלות להערכה כלכלית של שווי חברה, כאשר לכל אחת יש את היתרונות והחסרונות שלה. להלן סקירה כללית של 5 השיטות הכלכליות המקובלות ביותר להערכת שווי חברה.

1. שיטת היוון זרמי המזומנים (DCF)

שיטת היוון זרמי המזומנים (Discounted Cash Flow) מבוססת על הערכת יכולתה של החברה להפיק מזומנים. בהתאם לכך, מוערך שווי החברה באמצעות היוון זרמי המזומנים העתידיים החזויים, הצפויים לנבוע בגינה.

זרמי מזומנים עתידיים חזויים אלו מהווים בחזרה למועד הקרע בשיעור היוון המוסכם של החברה (קרי, ברביית שוק נורמטיבית מייצגת לחברה) המשקף את מרכיבי אף הודאות הגלומים בפעילות העסקית של החברה ושמבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מחברה בעלת סיכון דומה.

שיטת היוון זרמי המזומנים הינה השיטה המקובלת ובעלת הבסיס התיאורטי המוצה ביותר. לצורך שימוש בשיטה זו יש: 1) לערוך תחזית פיננסית (אשר תחזה את ההתפתחות העתידית של הכנסות, עלות ההכנסות, הוצאות המחקר והפיתוח, הוצאות המכירה והשיווק, הוצאות ההנהלה והכלליות, התפתחות שיעור מס החברות, הוצאות הפחת, ההשקעות ברכוש הקבוע וההשקעות בהון החוזר התפעולי על פני אופק היוון התחזיתי) שתשמש לגזירת הזרים המזומנים החזוי הפנוי לבעלי הפירמה (בעלי החוב ובעלי המניות כאחד); ו- 2) לגבש שיעור היוון (ריבית סיכון או מחיר הון) המתואם, בין היתר, למידת הסיכון הגלומה בתחזית על פני משך אופק היוון התחזיתי.

יתרונה העיקרי של שיטת ה-DCF נובע מהתאמתה לחברה הספציפית והתייחסותה לגורמים ייחודיים בחברה המוערכת. מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית. **חסרונותיה של שיטת ה-DCF** טמונים בקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות הרלבנטיות, ולקבוע את שיעור היוון המסוכן של החברה.

2. שיטת המכפיל

בשיטת המכפיל מוערך שווי החברה על בסיס יחס משולש (ממש כמו בכיתה ג'). הרעיון הוא לקחת את היחס הממוצע הענפי (מהענף שבו פועלת החברה) בין שווי השוק של הפעילות העסקית (EV) לבין פרמטר חשבונאי מסוים ולכפול אותו בפרמטר החשבונאי המקביל של החברה המוערכת. הפרמטרים החשבונאיים המקובלים על ידי מעריכי שווי כוללים: הכנסות, רווח גולמי, רווחי EBIT (הרווח התפעולי לפני ריבית ומיסים) ורווחי EBITDA (ה-EBIT לפני פחת והפחתות). כאלו שאינם מעריכי שווי טועים להשתמש בפרמטרים חשבונאיים לא מתאימים כגון: רווח נקי או הון עצמי (המתאימים להערכת שווי בנקים וחברות ביטוח בלבד). היחס הממוצע בענף בין שווי השוק של הפעילות העסקית לפרמטר החשבונאי הרלבנטי מכונה 'מכפיל שווי'. **הערה: מעריכי שווי של תאגידים מעדיפים לעשות שימוש בשיטת מכפיל ההכנסות היות והיא מהווה מקרה פרטי של שיטת ה-DCF. מכפיל ההכנסות "מקפל" בתוכו הן תחזית פיננסית (לגבי תקופה של 5 שנים + שנה מייצגת לאינסוף) ובניכוי מרכיבי ההכנסות, הוצאות וההשקעות השונים הקשורים לפעילות העסקית של החברה המוערכת, הן שיעור צמיחה פרמנטית והן את שיעור היוון המסוכן של החברה. למועשה מכפיל ההכנסות הינו היחס שבין הערכת שווי סינטיטית בשיטת ה-DCF (הנגזרת מן הציפיות בשוק ההון) לבין 12 החודשים שקדמו למועד הקרע). **לכן, שימוש בשיטת מכפיל ההכנסות מהווה קירוב טוב לתוצאה שהייתה מתקבלת משימוש בשיטת ה-DCF!****

בגדול, שיטת המכפיל טובה בעיקר לקבלת אומדן כללי ראשוני לגבי שווי החברה אך לא להערכה מדויקת. **יתרונה של שיטת המכפיל** נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. **החסרון העיקרי של שיטת המכפיל** נעוץ בעובדה שהיא אינה לוקחת בחשבון שורה של גורמים העשויים להשפיע על השווי הספציפי של החברה המוערכת, בשונה מחברות "דומות" באותו תחום, כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה. חסרון נוסף נובע מן העובדה שבמרבית המקרים קיים תחום רחב של מכפילים, אשר מיוצגו אינו מביא בהכרח לתוצאה נכונה.

3. שיטת השוואה לעסקאות דומות

שיטת השוואה לעסקאות דומות עושה שימוש במחיר בפועל, לפיו בוצעה עסקת מכר של החברה נשוא הערכת השווי, או של חברות דומות, וזאת בתנאי שעסקה שכזו בוצעה בתוך פרק זמן סביר לפני ביצוע הערכת השווי (בין חצי שנה לשנה).

כדי להשוות לעסקאות שנעשו בחברות דומות, יש למצוא עסקאות הדומות במאפייניהן לפעילות החברה (מבחינת תחום הפעילות, מאפיינים תפעוליים, מידת הסחירות ונתונים פיננסיים):

שלבי ההערכה בשיטת השוואה לעסקאות דומות הינם:

- ✓ איתור עסקאות המתייחסות לחברות בחברות התואמות בקירוב לפעילות ולחלק החברה המוערכת;
- ✓ מציאת בסיס נאות להשוואת גודלם היחסי של החברות הדומות והחברה המוערכת;
- ✓ חישוב מכפיל ממוצע של העסקאות הדומות והשוואת השווי של החברה המוערכת ע"י שימוש במכפיל זה.

יתרונותיה של שיטת השוואה לעסקאות דומות בכך

שהיא משקפת נאותה, דרך המחירים שנקבעו בפועל בין קונים ומוכרים מרצון, את כל הפרמטרים המשפיעים על השווי, ומונעת את הצורך להתבסס על תחזיות העלולות להיות שנויות במחלוקת. כמו כן, התבססות על עסקאות שמועד ביצוען סמוך למועד הקרע, מבטיחה כי שווי החברה שיתקבל בשיטה זו יסתמך על מציאות כלכלית וסביבה עסקית דומות, המשתקפות נאמנה דרך מחיר השוק. **החסרון העיקרי של שיטת השוואה לעסקאות דומות** הינו הקושי הקיים, בדרך כלל, למצוא עסקאות דומות, אשר מהן ניתן לגזור את שווי החברה המוערכת.

4. שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV)

שיטת ה-NAV מתבססת על חישוב הפרש שבין **השווי המאונז** של נכסי החברה לבין **השווי המאונז** של כלל התחייבויות החברה (הפיננסיות והתפעוליות כאחד), בהנחה שהחברה הולכת לפירוק/להנלה. הערכת השווי לחברה בשיטה זו יכול שתיעשה תוך ביצוע התאמות ותיקונים, בניסיון לאמוד את מחירי המימוש של הנכסים וההתחייבויות של החברה על בסיס ערך השוק.

שיטה זו מתאימה בעיקר לחברות חברות מפסידות ששיטת היוון זרומי המזומנים ושיטת מכפיל הרווח (התפעולי או הנקי) תייצר להן שווי שלילי (דבר שאינו אפשרי). השיטה מתאימה איננה מביאה בחשבון את מלוא פוטנציאל הרווח הצפוי לנבוע מנכסי החברה. **יתרונה של שיטת השווי הנכסי הנקי** נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטת ה-DCF. **החסרון העיקרי של שיטת השווי הנכסי הנקי** נעוץ בכך שהיא מתעלמת מפוטנציאל הרווחים הקיים בחברה מעבר לנכסים הרשומים בספריה. שיטה זו מתאימה לחברות בע"מ בלבד – מאחר ורק להן יש דוח מאזן!!

5. שיטת השווי הנכסי המתואם (ANAV)

שיטה ה-ANAV מתבססת על ניתוח כלכלי של שווי הנכסים בניכוי ההתחייבויות הפיננסיות. בשיטה זו תחילה מחשבים את ה-GAV שהוא השווי הכלכלי של נכסי החברה, תחת ההנחה שהחברה היא עסק חי. חישוב ה-GAV מתבסס על הערכה כלכלית של הנכסים, כאשר הערכה זו נגזרת מהנחות מעריכי השווי לגבי הסביבה הכלכלית, תשואות וסיכון הנכס ועוד. במילים אחרות: ה-GAV מחושב על בסיס הערך הכלכלי הנוכחי של הנכסים (היוון שכולל פרמיית סיכון) וערך הספרים של ההתחייבויות הפיננסיות נשאות ריבית כאשר החברה מוערכת כעסק חי.

ה-ANAV מחושב כשווי (הכלכלי) של נכסי החברה בניכוי השווי (המאונז) של החוב הפיננסי, נטו (חוב) נושא ריבית בלבד בניכוי מזומן, עלות התקורות והשווי הכלכלי של התחייבויות מיסים נדחים. **לטובות רואי החשבון שקוראים את המאמר הזה, בעת חישוב ה-ANAV אין לקחת בחשבון הון חוזר. כמו כן, כמקובל בהערכות שווי, יניכי הערך הנוכחי של עלות התקורות יתייחס רק לחלק התקורות המתחזק את הנכסים הקיימים (קרי, לטובת שמירה על הקיים ולא לצמיחה).** הווה אומר- החלק של התקורות המתחזק ליתומת חדשה איננו מנוכה מה-ANAV.

שיטה זו מתאימה לחברות נדל"ן מניב, לחברות אחזקה ולחברות השקעה. **יתרונה של שיטת השווי הנכסי המתואם** הוא שהיא אומדת את שווי נכסי החברה על בסיס הערכות שווי/שמאויית בשיטת ה-DCF. את השווי הכלכלי האמיתי של הנכסים בשיטת ה-NAV חסרונה של שיטת השווי הנכסי המתואם הוא שהיא יקרה הואיל והיא דורשת עוד טרם הערכת שווי החברה גופה, רכישת הערכת שווי עבור כל אחד מנכסי החברה ממומחים (מעריכי שווי ושמאים) לפי העניין ולפי הצורך כמובן. **גם שיטה זו מתאימה לחברות בע"מ בלבד – מאחר ורק להן יש דוח מאזן!!**

לפרטים נוספים ולקבלת ייעוץ, ליווי וייצוג בהליכי גירושין ומעברים כסוכני חלוקת רכוש הכוללים חברות בע"מ, הנכם מוזמנים לפנות אל משרדי בטלפון 058-4882882.