

סבבי השקעה – שיטה חדשה להערכת שווי חברות היי-טק פרטיות

מאת: יוסי דקל ורועי פולניצר

במאמר זה נציג 4 דוגמאות להערכת שווי חברה באמצעות שיטת סבבי השקעה.

א. כללי

בשנים האחרונות התפתחה שיטה נוספת להערכת חברות. השיטה זו מתאימה במיוחד לענפים עתירי פיתוח טכנולוגי שמשקיעים בעיקר בקניין רוחני ופחות בנכסים פיזיים. כדי להגיע לפיתוח מוצר חדשני, יש צורך בכמה סבבי השקעות. מחמת הסיכון הכרוך בהשקעה מסוג זה קשה לגייס הלוואות בנקאיות. יש צורך לגייס הון עצמי ממשקיעים חיצוניים (למשל קרנות הון סיכון). הון מניות חדש מונפק אז ע"י החברה וגורר דילול של בעלי המניות הקיימים. כל סיבוב השקעות משקף לחברה שווח כלכלי שנקבע ע"י מו"מ בין בעלי המניות הנוכחיים לבין השותפים הרוכשים מניות חדשות. זהו שווי שנקבע ע"י מוכר מרצון לקונה מרצון ויש לקחת אותו בחשבון בהערכת שווי. במקרים רבים הרוכשים מניות בהנפקה פרטית מסכימים על מחיר עתידי לחברה בתנאי שתשיג יעדים מוגדרים.

ב. השקעה בחברות פרטיות

משקיעים חיצוניים נוהגים לחתום על חוזה מפורט עם חברות פרטיות שמניותיהן אינן נסחרות בבורסה. עוד מעניין לציין שאין בהכרח קשר בין ערך הספרים החשבונאי (Book Value) של החברה לבין שווי החברה לאחר הגיוס. בדרך כלל שווי החברה שנקבע בכל סבב גיוס גבוה מערך הספרים.

ג. דוגמא מס' 1 להערכת שווי חברה לפי שיטת סבבי השקעה

משקיעים חיצוניים נוהגים לחתום על חוזה מפורט עם חברות פרטיות שמניותיהן אינן נסחרות בבורסה. בחוזה זה נהוג להתנות את התשלום בפועל בהשגת אבני דרך. הסבב הקודם של השקעה בחברת XXX (להלן: "XXX") היה במחצית שנת 2017. בעת הגיוס נקבע שווי החברה, לאחר הכסף, ל- 11.7 מיליון דולר. זהו מחיר ששולם ע"י קונים מרצון והוא קבע את שווייה של XXX ב- 01.07.2017. במאי 2019 גייסה XXX עוד 2.5 מיליון דולר מבעלי מניותיה לפי שווי חברה של 11.7 מיליון דולר לפני הכסף. פירוש הדבר שלאחר השקעה נוספת כאמור היה שווייה של XXX 14.2 מיליון דולר. וסכום זה הוא כבר לוקח בחשבון היעדר הסחירות.

לפיכך, על פי שיטת סבבי השקעה שווייה של XXX נכון למאי 2019 הוא 14.2 מיליון דולר.

ד. דוגמא מס' 2 להערכת שווי חברה לפי שיטת סבבי השקעה

ביולי 2017, ביצעה חברת YYY (להלן: "YYY") סבב השקעה בהיקף של קרוב ל- 40 מיליון דולר. בעת הגיוס נקבע שווי החברה, לאחר הכסף, של כ- 190 מיליון דולר בכפוף למספר התניות פיננסיות. מסכום זה ראוי להפחית את החוב לזמן ארוך שהיה אז כ- 5 מיליון דולר. בשיטה זו מתקבל ערך בסיסי של 185 מיליון דולר. בד"כ נהוג להוסיף לסכום זה פרמיית שליטה של 10-15% כי התרומה להון העצמי בסבב האחרון נעשתה ע"י

בעל השליטה. ברם השווי המתאים לצורך חישוב חלק המיעוט ב- YYY הוא שווי חברה שאיננו כולל פרמיית שליטה.

לפיכך, על פי שיטת סבבי ההשקעה שווייה של YYY נכון ליולי 2017 הוא 185 מיליון דולר.

ה. דוגמא מס' 3 להערכת שווי חברה לפי שיטת סבבי ההשקעה

בפברואר 2019 הוגשה לחברת YYY הצעה על ידי חברת AAA לגייס עבורה סכום של 50 מיליון דולר באיגרות חוב בכירות הניתנות להמרה למניות. לבעלי איגרות החוב הללו תהיה שמורה הזכות להמיר אותן למניות לפי שווי חברה של 285 מיליון דולר "לאחר הכסף". משתמע מכך שמציעי הגיוס הכספי מעריכים את YYY בסכום של 235 מיליון דולר "לפני הכסף".

לפיכך, על פי שיטת סבבי ההשקעה שווייה של YYY נכון לפברואר 2019 הוא 235 מיליון דולר.

ו. דוגמא מס' 4 להערכת שווי חברה לפי שיטת סבבי ההשקעה

באוקטובר 2019 הוגשה ל- ZZZ (להלן: "ZZZ") הצעה על ידי חברת BBB לגייס עבורה סכום של 50 מיליון דולר באיגרות חוב בכירות הניתנות להמרה למניות. אג"ח אלה יהיו בתוקף למשך 3 שנים וישאו ריבית של 8% לשנה. לבעלי איגרות החוב הללו תהיה שמורה הזכות להמיר אותן למניות לפי שווי חברה של 245 מיליון דולר "לאחר הכסף". מציעי הגיוס הכספי, שהם גוף חיצוני, מעריכים אפוא את ZZZ בסכום האמור. אם נפחית מסכום זה את ערכי החוב המתגבש של ZZZ (50 מיליון דולר, לא כולל הלוואות בעלים) ונוסיף את שווי המזומנים בסוף אוקטובר 2019 של 612 אלף דולר, שווי המניות יהיה 195.6 מיליון דולר.

לפיכך, על פי שיטת סבבי ההשקעה שווייה של ZZZ הגלום בהצעת ההנפקה של אג"ח להמרה נכון לאוקטובר 2019 הינו 195.6 מיליון דולר.

ז. לסיכום

היררכיית השווי ההוגן כפי שמופיעה במסגרת התקינה החשבונאית קובעת, כי האינדיקציה הטובה ביותר לשווי הוגן הינה עסקה בין קונה מרצון למוכר מרצון. מה שהופך את שיטת סבבי ההשקעה לשימה, בחברות בהן לא חל שינוי משמעותי מאז סבב הגיוס האחרון. בשיטת סבבי ההשקעה, מעריך השווי מחשב את שווי החברה נכון למועד הגיוס תוך הסתמכות על סבב הגיוס האחרון. נעיר רק כי בסבבי גיוס שבהם הונפקו מניות בכורה הרי שעל מנת לחשב את שווי מניות החברה על סמך ההשקעה בסבב הגיוס, יש לנכות את ערכן של הזכויות העודפות שניתנו למשקיעים בסבב גיוס זה (כך שהיתרה הינה הערך ששולם עבור המרכיב המנייתי הרגיל) ואת היתרה יש לחלק בשיעור המניות שהונפקו למשקיעים בסבב הגיוס הנ"ל, מתוך כלל מניות החברה. בכדי לקבל את שווי החברה על מעריך השווי להוסיף את שוויי ההוגן של זכויות היתר. השווי ההוגן של זכויות היתר ושווי החברה מחושבים ברגיל במודל מרטון איטרטיבי תוך השפעה הדדית בניהם עד לקבלת ערך יחיד שבו שווי החברה וערך זכויות היתר מתכנסים.

במודל האיטרטיבי, לשווי החברה על מעריך השווי להוסיף את סך מחירי המימוש של כתבי האופציות למניות רגילות בתוכנית ה- ESOP ואת סך שווי הזכויות העודפות.

את ערכו הנוכחי של השווי שיתקבל על מעריך השווי להעריך באמצעות הריביות והתקופה המתאימים להיום בכדי למצוא את השווי עבור סך בעלי התביעות על הונה של החברה נכון להיום.

משרד שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים קיים מ- 2010 ומספק שירותי ייעוץ אקטוארי מימוני וכלכלי. המשרד נותן שירות מקצועי ואמין בנושאים המצריכים חוות דעת אקטוארית/כלכלית, כגון: מחויבות אקטוארית בגין הטבות לעובדים בהתאם ל- IAS19, הערכת שווי חברות וקניין רוחני, הערכת שווי אופציות ומכשירי חוב והון מורכבים, הערכת נזקים עקב פגיעות גוף, הפסדי שכר ופנסיה, איזון משאבים בגירושין ובדיקת פנסיות וביטוחי חיים.



רועי פולניצר

בעל משרד לייעוץ אקטוארי מימוני וכלכלי עם ניסיון של מעל לאלף הערכות שווי, עבודות ייעוץ כלכלי, ניתוחי סיכונים וחוות דעת אקטואריות. ניסיון משנת 2004 בביצוע הערכות שווי של תאגידים, נכסים בלתי מוחשיים ומכשירים פיננסיים מורכבים ומשנת 2007 בעריכת חוות דעת אקטואריות בנושאים: הפסדי שכר, הפסדי פנסיה וזכויות סוציאליות, נזקי גוף, ביטוח לאומי, תגמולים ממשרד הביטחון, איזון משאבים עקב גירושין, נכסי קריירה, הערכת התחייבויות החברה לעובדיה בהתאם לתקן דיווח כספי בינלאומי IFRS2 ולתקן חשבונאות בינלאומי IAS19, בדיקה והערות לחוות דעת של מומחים ובדיקת פנסיות וביטוחי חיים. אקטואר מלא (Fellow) בלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (F.I.L.A.V.F.A.) משנת 2018.

משרד K.O. Dekel & Co. הינו משרד מוביל בשירותי ייעוץ אקטוארי וכלכלי. המשרד נותן שירות מקצועי ואמין בנושאים המצריכים חוות דעת אקטוארית/ כלכלית, כגון: תוכניות עסקיות, הערכת שווי עסקים, הערכת שווי נכסים

בלתי מוחשיים, הערכת שווי מכשירים פיננסיים מורכבים, הערכת נזקים עקב פגיעות גוף ומחלות, בהפסדי שכר ופנסיה, באיזון משאבים בגירושין, בפנסיות תקציביות ובנכסי קריירה.



יוסי זקל

בעל משרד לייעוץ אקטוארי פיננסי וכלכלי עם ניסיון של מאות הערכות שווי, תוכניות עסקיות וחוות דעת אקטואריות/כלכליות בנושאים: הערכת שווי חברות, סוכנויות ביטוח, הפסדי שכר, הפסדי פנסיה וזכויות סוציאליות, נזקי גוף, ביטוח לאומי, פנסיה תקציבית, איזון משאבים עקב גירושין, נכסי קריירה, בעריכת דו"חות אקטואריים להערכת התחייבויות החברה לעובדיה בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS19, בדיקה והערות לחוות דעת של מומחים ועוד. אקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל משנת 2015. מכהן כאחראי תחום הערכות שווי לצרכים משפטיים בלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל.