



על פי הספרות המקצועית אין לבצע הערכת שווי לחברת אחזקות באמצעות שיטת ה- DCF

רועי פולניצר, מייסד ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, מסביר מדוע לא נכון ולא מקובל לבצע הערכת שווי לחברות אחזקה על בסיס שיטת זרמי המזומנים המהווים (DCF) אל על פי שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV).

הנכסים המזוהה הקטנה ביותר, המכילה את הנכס הבודד ומניבה תזרימי מזומנים חיוביים (Cash Inflows) משימוש מתמשך אשר הינם בלתי תלויים (הווה אומר: עצמאיים ולא מותניים) בתזרימי המזומנים החיוביים הנובעים מנכסים אחרים או מקבוצות נכסים אחרות.

מכאן ניתן להבין שאם אנו רוצים לבצע בחינת ירידת ערך לרכוש מסוים (נכס כלשהו במאוזן) של חברה עצמאית, הרי אם אותו רכוש מניב תזרימי מזומנים חיוביים שתלויים בתזרימי מזומנים חיוביים הנובעים מנכסים אחרים של החברה, או אז בחינת ירידת הערך (קרי, הערכת שווי בשיטת ה- DCF) תבוצע במישור החברה ולא ברמת אותו רכוש, הואיל והחברה היא היחידה הקטנה ביותר של נכסים, המכילה את הנכס ומניבה תזרימי מזומנים חיוביים משימוש מתמשך אשר הינם בלתי תלויים בעיקרם מנכסים אחרים.

מאידך, אם אותו רכוש מניב תזרימי מזומנים חיוביים שאינם תלויים בתזרימי מזומנים חיוביים הנובעים מנכסים אחרים של החברה, או אז בחינת ירידת הערך (קרי, הערכת השווי בשיטת ה- DCF) תבוצע ברמת אותו רכוש, הואיל והוא היחידה הקטנה ביותר של נכסים, המכילה את הנכס ומניבה תזרימי מזומנים חיוביים משימוש מתמשך אשר הינם בלתי תלויים בעיקרם מנכסים אחרים. זוהי למעשה הסיבה מדוע על פי הספרות המקצועית אנו מבצעים הערכת שווי לחברה עצמאית בשיטת ה- DCF ולא הערכת שווי פרטנית לכל נכס ונכס.

כעת נעבור לדוגמא של חברת פירמידה. חברת פירמידה מחזיקה באחזקות שונות. מהתקן לעיל עולה שאם אנו רוצים לבצע בחינת ירידת ערך לאחזקה מסוימת (נכס כלשהו במאוזן) של חברת פירמידה, הרי שאותה אחזקה על פי רוב מניבה תזרימי מזומנים חיוביים שאינם תלויים בתזרימי מזומנים חיוביים הנובעים מנכסים אחרים (אחזקות אחרות) של חברת הפירמידה ולכן בחינת ירידת הערך (קרי, הערכת השווי בשיטת ה- DCF) תבוצע ברמת האחזקה הבודדת ולא במישור חברת האחזקות, הואיל ואותה אחזקה היא היחידה הקטנה ביותר של נכסים, המכילה את הנכס ומניבה תזרימי מזומנים חיוביים משימוש מתמשך אשר הינם בלתי תלויים בעיקרם מנכסים אחרים. זוהי למעשה הסיבה מדוע על פי הספרות המקצועית אנו לא מבצעים הערכת שווי לחברה פירמידה (חברת אחזקות) בשיטת ה- DCF אלא הערכת שווי פרטנית לכל אחזקה ואחזקה.

אמנם אנו לומדים בקורס הראשוני בתורת המימון "מימון הפירמה א' – מימון בתנאי וודאות" שאין לחבר זרמי מזומנים המתקבלים בנקודות זמן שונות בעתיד כי להוונם להיום באמצעות שיעור הון אחד בודד, עדיין כאשר מדובר בחברת אחזקות כמו אי די בי פיתוח (המחזיקה בכלל ביטוח ובחברת אחזקות בשם דסק"ש המחזיקה בשופרסל, בסלקום, בנכסים ובניין ובגיוון אימינינג ובחברת האחזקות אלוורן וחברת האחזקות כור) לא הגיוני לאחד את תזרימי המזומנים של כל חברות הקבוצה לכדי תזרימי מזומנים מצרפי אחד ולהוון את אותן

אגרות החוב של החברה והתחייבות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות). נעיר כי יש לקחת בחשבון הן את החוב הפיננסי ברוטו לזמן ארוך והן את החוב הפיננסי ברוטו לטווח קצר (קרי, חלויות שוטפות).

2. להוסיף לו את שווי המזומן של החברה (כגון: יתרות מזומנים, שווי מזומנים והשקעות נזילות של החברה).

3. להוסיף לו את שווי הנכסים העודפים שאינם משמשים את הפעילות העסקית של החברה ושמיכרתם לא תפגע בפעילות השוטפת של החברה (כגון: נכסי נדל"ן מניבים, נכסים בלתי מוחשיים שניתן לעשות בהם שימוש מהותי שלא באו לידי ביטוי בתחזית תזרים המזומנים של הפעילות העסקית והוצאות מראש).

4. לנכות ממנו את שווי ההתחייבויות העודפות שאינן כלולות בפעילות העסקית של החברה ושפירעון לא יפגע בפעילות השוטפת של החברה (כגון: התחייבויות בשל יחסי עובד-מעביד, הכנסות מראש, פיצויים מוגדלים, תביעות נגד החברה וערבויות לצדדים שלישיים).

5. להוסיף לו את שווי נכס המס הנדחה או לנכות ממנו את שווי ההתחייבויות בגין מיסים נדחים.

חברת פירמידה

בספרות המקצועית חברת אחזקות (הנקראת גם חברת השקעות) מוגדרת כחברת פירמידה. חישוב היכולת התזרימית בחברת פירמידה איננו זהה לחישוב היכולת התזרימית בחברה עצמאית.

בחברה עצמאית תזרים המזומנים משרת את החוב ללא מגבלות. בחברת פירמידה, כשהחברות מתחתיה הן חברות בעלות דירקטוריונים משלהן, מניות מיעוט ונושים נוצרות מגבלות על העברת מזומנים עקב התלות בדיבידנדים שתשלומם כפוף לקיומו של רווח לחלקה, תוכניות אסטרטגיות בחברות הבת וזכויות נושים.

מכאן שתזרים שתלוי בדיבידנדים חייב להיות מגובה בהערכות הסתברותיות על זרימת דיבידנדים. אם התזרים כולל מימוש מניות, הרי שרלבנטיות רק מניות חברות הבנות שמחזיקות על ידי חברת הפירמידה. נסביר כי מניות בחברות נכדות אינן ברות מימוש באופן ישיר אלא בהשתקפות שוויין בשווי מניות חברות הבנות.

תקן IAS 36

תקן חשבונאות בינלאומי - IAS 36 Impairment of Assets (כמו גם תקן חשבונאות ישראלי מספר 15 "ירידת ערך נכסים") קובע כי במקרים בהם נכס בודד מניב תזרימי מזומנים התלויים בתזרימי המזומנים הנובעים מנכסים אחרים, הרי שבחינת ירידת הערך בגין אותו נכס (קרי, הערכת השווי התפעולי שלו באמצעות שיטת ה- DCF והשוואת השווי המתקבל לערכו הפקטני בספרי החברה) לא תבוצע ברמת הנכס הבודד אלא במישור של היחידה המניבה מזומנים (Cash Generating Unit - CGU) שאליה שייך הנכס הבודד. CGU הינה קבוצת

ל אחר מספר מאמרים וכתבות שלי בנושא הערכת שווי חברות אחזקה וחברות מרובות מגזרי פעילות, עדיין אני נשאל מדי יום מדוע לא נכון להשתמש בשיטת ה- DCF להערכת שווי חברות אחזקות על ידי הסתכלות על פעילות החברה המאוחדת (כולל חלקה בחברות הבת על בסיס כלכלי-מאוחד), איחוד תזרימי המזומנים החופשיים של כל החברות ביחד והיוונם באמצעות שיעור היוון אחד.

שיטת ה- DCF

שיטת זרמי המזומנים המהווים (DCF), שאת פרטיה ניתן לראות בספרו של Damodaran שכותרתו Corporate Finance בהוצאת Wiley גורסת כי על מנת להעריך את שווייה התפעולי (קרי, שווי הפעילות העסקית) של חברה יש צורך במספר נתונים, חישובים ותחזיות:

1. תחזית של הרווחים התפעוליים הצפויים בשנים הבאות. מתחזית הרווחים התפעוליים ניתן יהיה לגזור את תזרימי המזומנים החופשיים העתידיים, דהיינו הכנסות והוצאות במזומן.
2. קביעת אורך החיים של ההשקעה. דהיינו האם לערוך תחזיות ולאמוד את תזרימי המזומנים עד לאין סוף שנים, או האם להסתפק בתחזיות למספר שנים מצומצם יותר הניתנות לחיזוי ברמת אמינות סבירה.
3. קביעת מחיר ההון לפיו יחושב הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים החופשיים הצפויים בעתיד (ממוצע משוקלל של מקורות המימון השונים).
4. לאמוד את רמת הסיכון של ההשקעה ולתת ביטוי לסיכון בהערכת השווי התפעולי של החברה.

למעשה, התוצאה של שיטת ה- DCF (קרי, היוון זרמי מזומנים חזויים אלה למועד ההערכה על פי שיעור היוון המותאם למידת הסיכון הגלומה בתחזיות על פני משך אופק ההיוון) הינו השווי התפעולי (קרי, שווי הפעילות העסקית) של החברה ולא שווי האקוויטי (קרי, שווי ההון העצמי), כאשר בעוד שהראשון הוא שווי הפירמה הרי שהאחרון הוא שווי החברה. מסתבר שיש הבדל בין חברה לפירמה.

הערה אינפורמטיבית: יש לשים לב לניואנס הקטן של "שווי החברה" ו- "שווי הפירמה". בעוד ש"שווי הפירמה" פירושו השווי התפעולי של החברה (קרי, תוצאת ה- DCF השווה לערך השוק או הערך הכלכלי של ההון העצמי של החברה בתוספת שווי החוב הפיננסי ברוטו של החברה בניכוי שווי המזומן של החברה), הרי ש"שווי החברה" פירושו שווי האקוויטי של החברה (קרי, ערך השוק או הערך הכלכלי של ההון העצמי של החברה).

על מנת לרדת מקומת "השווי התפעולי" של חברה מסוימת לקומת "שווי האקוויטי" שלה יש לבצע את ההתאמות הבאות על השווי התפעולי שהתקבל:

1. לנכות ממנו את שווי החוב הפיננסי ברוטו של החברה (כגון: יתרות חוב למערכת הבנקאית ולגופים פיננסיים, יתרות חוב למחזיקי

הערה אינפורמטיבית: חברת אחזקות, כאשר נובע ממספר רב של נכסים שהמתאם ביניהם נמוך, חישוב ה-NAV יהיה אמין עקב השונות הנמוכה הנובעת מקיזוז סטיות בין הנכסים בתיק. יש לזכור שבחברת אחזקות, נכסי החברה מוערכים בשיטת ה-DCF.

ה-NAV של חברת אחזקות נקבע לאחר הערכת כל אחת מהחברות התפעוליות



סוף דבר

כפי שראינו אין לבצע הערכת שווי לחברת אחזקות (חברה בעלת מבנה פירמידלי) באמצעות שיטת ה-DCF כי אם בשיטת ה-NAV שעניינו ניתוח כלכלי של שווי נכסי חברת האחזקות בניכוי התחייבויותיה הפיננסיות. ה-NAV של חברת אחזקות יחושב כהפרש שבין השווי (הכלכלי) של נכסי חברת האחזקות והשווי (המאזני) של התחייבויותיה הפיננסיות בהנחה שהחברה היא עסק חי. שווי כלכלי הוא שווי בעסקה בין קונה ומוכר ברצון ללא לחץ על אחד הצדדים לבצע מהיר של העסקה. נדרשת עקביות בהערכת שווי הנכסים באופן שערם ב-NAV יהיה שווה לערכם בתזרים ככל שהתזרים כולל מימוש נכסים. נכסים שמיועדים למימוש כחלק מהתזרים מוערכים על פי ערכם במימוש וכך הם מוערכים בחישוב NAV. ערך המימוש יהיה נמוך מהערך הכלכלי ככל שמועד המימוש קרוב וככל שהמימוש נעשה בתנאי לחץ. חישוב ה-NAV מתבסס על הערכה כלכלית (DCF) של נכסי חברת האחזקות, הנגזרת מהנחות המעריך לגבי הסביבה הכלכלית, תשואות וסיכון הנכס ועוד. הערכות אלה כפופות למבחני רגישות שבעקבותם ניתן להעריך את התנודתיות סביב פוחתת מובהקות ה-NAV. במקרה שהשווי נובע ממספר נכסים המאופיינים ע"י מתאם נמוך ביניהם, פוחתת סטיית התקן סביב אומדן ה-NAV. למעשה לא מדובר ב-NAV הפשוט אלא ב-NAV מתואם המחושב על בסיס הערך הכלכלי הנוכחי של נכסי חברת האחזקות (היוון) שכולל פרמיית סיכון) וערך הספרים של ההתחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית כאשר חברת האחזקות מוערכת כעסק חי. הסתייגות לאמירה זו קשורה לתוכנית מימוש שכוללת נכסי ליבה. במקרה שכזה שווי הנכסים יקבע על בסיס שוויים שמכירה של כל נכס בנפרד. משמעות הערכת נכסים כעסק חי היא שלא יחול מימוש בפועל אלא תרומת הנכסים תהיה תזרימית והחברה תוכל על בסיס נכסים אלא למחזר חובות. כך תשמר הסינרגיה בין הנכסים ככל שהיא קיימת. ה-NAV המתאם להערכת שווי חברת פירמידה הוא שווי כלכלי של ההחזקות כעסק חי בניכוי תקורות ובניכוי חוב נושא ריבית (הון חוזר אינו נלקח בחשבון), כאשר שווי כלכלי כולל בחובו שווי שליטה. בחברת פירמידה, כאשר NAV נובע ממספר רב של נכסים שהמתאם ביניהם נמוך, חישוב ה-NAV יהיה אמין עקב השונות הנמוכה הנובעת מקיזוז סטיות בין הנכסים בתיק. **אמנם נכסי חברת האחזקות מוערכים כל אחד בנפרד באמצעות שיטת ה-DCF, בעוד שהיא כשלעצמה מוערכת ע"ב שיטת ה-NAV שתוארה לעיל.**

הזולת מחיר החוב שלה וכו'. כעת נעבור לשווי עסק חי: שווי עסק חי פירושו חישוב שווי על בסיס הערך הכלכלי הנוכחי, הווה אומר, היוון הכולל פרמיית סיכון בעסקה בין קונה ומוכר ברצון ללא לחץ על אחד הצדדים לביצוע מהיר של העסקה. שווי עסק חי פירושו ששווי האקוויטי של כל אחת מאחזקות חברת הפירמידה יבוצע על בסיס הערכה כלכלית (DCF) של האחזקה האמורה הנגזרת מהנחות מעריך השווי לגבי הסביבה הכלכלית, התשואה ורמת סיכון של אותה האחזקה ועוד. אע"פ כי משמעות הערכת אחזקה מסוימת של חברת פירמידה כעסק חי היא שלא יחול מימוש בפועל של אותה אחזקה ושתרומתה של אותה אחזקה לחברת הפירמידה תהיה תזרימית כך שחברת הפירמידה תוכל למחזר את חובותיה על בסיס אותה אחזקה. כך גם תישמר למעשה הסינרגיה בין האחזקות השונות של חברת הפירמידה, ככל שהיא קיימת.

- ניכוי החוב נושא הריבית, נטו של חברת הפירמידה. הכוונה לניכוי ערך הספרים של ההתחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית (כגון: יתרות חוב לתאגידים בנקאיים ולמחזיקי האגרות החוב הסחירות והבלתי סחירות וההתחייבות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות) של חברת הפירמידה בניכוי מזומנים, שווי מזומנים וניירות ערך סחירים שלה.
- ניכוי הערך הנוכחי של עלויות המטה. כמקובל בהערכות שווי, ניכוי הערך הנוכחי של עלות תקורות מתייחס רק לחלק התקורות המתחזק את האחזקות הקיימות. חלק התקורות המתייחס לזימות חדשה אינו מנוכה. אומר מראש- אין לצפות לזימות מחברות החזקה בפירמידה המתמודדות עם בעיית מחזור חוב. מכאן שהמרכיב הזימו מוגבל לחברות ריאליות בתחית הפירמידה והוא הולך ופוחת עם העלייה בסולם הפירמידלי.
- ניכוי הערך האקטוארי של ההתחייבויות בגין מסים נדחים. בחברות פירמידה הנכסים משוערכים מפעם לפעם וחברת הפירמידה מפרישה מיסים לקראת יום מימוש הנכס. בכדי לאמוד את השווי של חברת הפירמידה יש להפחית את השווי האקטוארי של המיסים הנדחים. מאחר והמיסים ישולמו בפועל בשלבים שונים בעתיד, הרי שאין דרך מדויקת לדעת מתי ואם בכלל. לפיכך, מקובל לעשות שימוש ב-50% מערך הספרים של ההתחייבויות בגין המיסים הנדחים בתור אומדן סביר לשווי האקטוארי של תשלומי המס העתידיים החזויים.

מתדולוגית הערכת השווי של חברת אחזקות (NAV)



תזרים מצרפי באותו שיעור היוון – זה של אי די בי פיתוח. הווה אומר: לא ניתן לחבר יחידו תזרימי מזומנים שונים הכפופים לסיכונים (קרי, שיעור היוון) שונים ולשיעורי צמיחה שונים. לא נכון לחבר את תזרימי המזומנים של כלל ביטוח עם התזרימים של שופרסל. הסיבה היא שרמות הנזילות, הרווחיות, המינוף והיעילות התפעולית משתנות בין ענפים שונים (עסקי הביטוח וענף הקמעונאות במקרה דנן שלפנינו). הרי לא ניתן לחבר את תזרימי המזומנים של חברת תקשורת כמו סלקום סלקום עם אלו של חברת מיכשור רפואי כמו גיוון אימגינג. הוא הדין לגבי אי היכולת לחבר את תזרימי המזומנים של נכסים ובניין ממגזר הנדל"ל המניב שלה (חברת גב-ים במקרה דנן שלפנינו) עם תזרימי המזומנים ממגזר הבנייה למגורים שלה (חברת נווה-גד).

- לסיכום, לא ניתן לאחד תזרימי מזומנים:
- הנגזרים מהכנסות ממגזרי או תחומי פעילות שונים, הכפופות לשיעורי צמיחה שונים;
 - הנגזרים מעלויות מכר שונות שנגזרות בתורן משיעורי עלויות מכר שונים מתוך הכנסות שונות;
 - הנגזרים מהוצאות תפעוליות (מחקר ופיתוח, מכירה ושיווק והנהלה וכלליות) שונות הנגזרות בתורן משיעורי הוצאות תפעוליות שונים מתוך הכנסות שונות;
 - הנגזרים מהוצאות מס שונות הנגזרות בתורן משיעורי מס שונים מתוך רווחים תפעוליים שונים;
 - הנגזרים מהשקעות שונות ברכוש קבוע ובהון חוזר הנגזרות בתורן משיעורי השקעה שונים מתוך הכנסות שונות;
 - הנגזרים מהוצאות פחת חשבונאיות שונות הנגזרות בתורן משיעור פחת מתוך הכנסות שונות;
 - הקבוצים במטבעות שונים ו/או הצמודים לבסיסי הצמדה שונים;
 - הכפופים לרמות מינוף שונות ובכך לסיכון סיסטמטי (קרי, סיכון שיטתי שאינו ניתן לפיזור) שונה;
 - התזרים בסיכונים שוק, סיכונים נזילות, סיכונים אשראי וסיכונים תפעוליים שונים;
 - הכפופים לסיכונים ספציפיים שונים (למשל: רגולציות שונות) הניתנים לפיזור.

אי לכך ובהתאם לזאת על פי הספרות הכלכלית השיטה העדיפה להערכת שווי חברת אחזקות היא שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) ולכן אין לבצע הערכת שווי לחברת אחזקות באמצעות שיטת ה-DCF.

שיטת ה-NAV

שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV), גורסת כי על מנת להעריך את שווייה של חברת פירמידה (חברת אחזקות) יש צורך במספר תזרימים, חישובים ותחזיות:

- הערכת השווי הכלכלי של כל אחת מאחזקות חברת הפירמידה כשווי עסק חי. תחילת משווי כלכלי: שווי כלכלי לעולם כולל בחובו שווי שליטה, כאשר שליטה הינה היכולת של בעל מניות החברה לנווט את החברה, להתוות את דרכה העסקית ולכפות עליה ניהול יעיל שעשויים לעלות את שווייה, ממנו נהנים כלל בעלי המניות. שווי שליטה פירושו שווי האקוויטי של כל אחת מאחזקות חברת הפירמידה ייקח בחשבון את: שיפור צמיחת ההכנסות של אותה אחזקה, ייעול פונקציות הייצור שלה, התייעלות בהוצאות התפעוליות שלה, שיפור משטר המס שלה, שינוי ההשקעותיה ברכוש קבוע, שינוי צרכי ההון החוזר שלה, הגדלת רמת המינוף שלה,