



מערך שווי תאגידים, האם אתה יודע לאמוד את שווייה של קליניקה לרפואה אסתטית וטיפולי יופי על פי מודל מכפיל ה-EBITDA?

הכלכלן חנן עמוס, אקטואר סיכונים חיים LRA, אקטואר סיכונים פנסיוניים PRA מסביר כיצד מבצעים אינדיקציות שווי לחברה העוסקת במתן שירותים רפואיים בתחום ההזרקות (בוטוקס, פילרים) באמצעות שיטת מכפיל ה-EBITDA.

באופן אינדיקטיבי בלבד, כבדיקת סבירות ראשונית, עולה כי על בסיס מכפיל EBITDA בטווח כאמור, כאמור, אינדיקציות השווי של החברה נעות בין 93 - 78 מיליון ש"ח (בניכוי חוב פיננסי לבנקים ליום 31 בדצמבר 2024 בסך של כ- 5.0 מיליון ש"ח ובתוספת יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות פיננסיות ליום 31 בדצמבר 2024 בסך של כ- 8.3 מיליון ש"ח), תחת הנחה כי ה-EBITDA המייצג יעמוד על כ- 6.1 מיליון ש"ח כדלקמן:



שווי חברה (מיליוני ש"ח)			
שווי פעילות	61	69	78
שווי נכסים עודפים	77	85	93
	77	86	94
	78	86	94
תוחלת	86		

לשם השוואה בלבד - ניתוחי רגישות לאינדיקציות השווי הטנטטיביות לחברה, העשויות להתקבל באקזיט, תחת שווי נכסים עודפים בסך של כ- 12.8 מיליון ש"ח ושווי נכסים פיננסיים, נטו בסך של כ- 3.3 מיליון ש"ח, בעבור רווחי EBITDA (עתידיים) מייצגים שונים, מסתכמים בטווח של 82-87 מיליון ש"ח (בממוצע - 86 מיליון ש"ח):

שווי חברה (מיליוני ש"ח)			
מכפיל EBITDA	10.0	11.3	12.6
	72	80	87
EBITDA	77	86	94
	82	91	100

בעבודתי בחנתי שורה של ערכים המשקפים שווי אפשרי לחברה. על בסיס ניסיוני כאקטואר, בחרתי להעניק משקל הסתברותי שונה להתפלגות אומדני השווי, כדלקמן:

מספר שווי	תסריט חברה	סבירות
(במיליוני ש"ח)		
1	93	10%
2	91	10%
3	88	15%
4	86	30%
5	83	15%
6	80	10%
7	78	10%

לסיכום

החברה בוחנת תהליך אקזיט בזמן הקרוב ושווי סך הונה העצמי (קרי, שווי החברה) יקבע בתהליך זה. לפיכך, התבקשתי לערוך מספר ניתוחי רגישות ובחינות סבירות להנחות בדבר שווי החברה תחת הנחות שונות, לרבות תחת הנחות בדבר הישארותה של החברה בידי הבעלים הקיימים. חישובי לעיל אינם עולים בגדר הערכת שווי לחברה אלא מהווים בחינה אינדיקטיבית לסבירות האינדיקציות השונות בדבר שווי האפשרי של ההון העצמי של החברה תחת ההנחות המפורטות לעיל בלבד.

במסגרת טעויות אמידה ומדידה אפשריות, בכפוף לסייגים לעיל, שווי השוק של הונה העצמי של החברה, הנאמד על ידי ליום ה- 31 בדצמבר 2024 בטווח של כ- 78-93 מיליון שקלים חדשים (בתוחלת כ- 86 מיליון שקלים חדשים) הינו סביר והוגן במונחי שווי הוגן.

ל אחרונה, נתבקשתי להעריך את שווייה של חברה העוסקת בתחום טיפולי האסתטיקה (בוטוקס, פילרים). החברה המוערכת נמצאת בתהליך של בחינת אקזיט ושווי החברה צפוי להיקבע במסגרת תהליך זה. על כן, התבקשתי לערוך מספר ניתוחי רגישות להנחות בדבר שווי החברה תחת הנחות שונות, אולם לא ביצעתי כל הערכת שווי לחברה, אלא בחנתי את סבירות השווי האפשרי של ההון העצמי של החברה, תחת הסתברויות שונות, כמפורט בהמשך הכתבה.

שווי הוגן

"שווי הוגן" (Fair Value) מוגדר כשווי שבו תימכר חברה בעסקה שבין מוכר מרצון וקונה מרצון, כאשר אף צד אינו פועל תחת מגבלה, לחץ או כפייה, כששני הצדדים פועלים באופן רציונלי, מכירים באופן סביר את כל העובדות והנסיבות הרלוונטיות וכל צד מבקש להשיא את תועלתו הכלכלית. שווי הוגן נקבע על ידי שימוש באחת משלוש גישות מרכזיות: גישת ההכנסות/הרווח, גישת העלות וגישת השוק. התיאוריה הכלכלית הקלאסית גורסת, כי שווי הוגן נקבע בשווקים משוכללים בהם האינפורמציה מלאה ועל בסיס עסקה בתהליך של "ממוכר מרצון לקונה מרצון" (At arm's length).

גישת השוק

בהתחשב באופייה ובשלב חייה של החברה המוערכת, בחרתי בגישת השוק כשיטת ההערכה המתאימה ביותר להערכת שווי החברה המוערכת בשל העובדה שניתן לגזור את שווי החברה המוערכת דרך השוואה לשוויין של חברות דומות בתעשייה מהן ניתן להסיק לגבי שווי החברה המוערכת על ידי. גישת השוק (Market Approach) מתבססת על מידע הנאסף ממחירי שוק בעסקאות במניות חברות דומות. לאחר איסוף המידע, מבוצעת התאמתם לחברות אלו על מנת שישקפו באופן נאות את המצב והשימושיות של החברה המוערכת באופן יחסי לחברות הדומות בשוק.

שיטת המכפיל

שיטת המכפיל (Multiple Method) נגזרת מגישת השוק. בשיטת המכפיל מוערכת החברה על בסיס היחס הממוצע בענף בו היא פועלת בין שווי השוק של הפעילות העסקית לבין פרמטר חשבונאי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA), הרווח התפעולי לפני מס (EBIT), הרווח התפעולי לאחר מס, ההון העצמי ועוד. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק של הפעילות לבין הפרמטר החשבונאי הרלבנטי מכונה "מכפיל". יתרונה של השיטה נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. לביצוע הערכת השווי ע"פ מתודולוגיית המכפיל השוותי את החברה המוערכת לחברות ציבוריות נסחרות הדומות באופיין לפעילות החברה המוערכת.

מודל מכפיל ה-EBITDA

לאחר שבחנתי מודלים אלטרנטיביים להערכת שווי החברה, אומד דעתי שהמודל המתאים להערכת שווי החברה הוא מודל הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA), שהוא גם על בסיס לפני מס) היציג. מודל מכפיל ה-EBITDA מחייב אומדן של רווח EBITDA יציג ושל מכפיל EBITDA ראוי. חשוב להבין שמודל מכפיל ה-EBITDA הוא מקרה פרטי של מודל ה-DCF וממש כשם שמודל ה-DCF מספק לנו במישורין את שווי השוק של פעילות החברה (Enterprise Value), השווי התפעולי ולא את שווי השוק של ההון העצמי (Equity Value), שווי האקוויטי שלה, שהוא למעשה שווי החברה, כך גם מודל מכפיל ה-EBITDA מספק לנו במישורין את שווי השוק של פעילות החברה. על מנת להגיע לשווי החברה, נדרש לבצע התאמות שונות לשווי הפעילות המתקבל כתפוקה ממודל מכפיל ה-EBITDA.

ה-EBITDA בהיותו רווח תפעולי שמוסיפים אליו בחזרה הוצאות שאין בגיין זרימת מזומנים מהחברה החוצה, מהווה הלכה למעשה מדד טוב לקצב ייצור המזומנים של החברה לפני מס. לאמור - הוא מדד טוב יותר לרווח הכלכלי של החברה לפני מס, על פני הרווח החשבונאי שלה לפני מס.

על כן, בחנתי את סבירותם האינדיקטיבית של אומדני רואה החשבון המבקר לגבי טווח השווי הסביר בו עשויה החברה להימכר, ככל שתיתכר, או לחילופין שווייה הנאמד של החברה במקרה שלא תיתכר ותישאר בידי הבעלים הקיימים. במסגרת עבודתי ערכתי חיפוש במאגרי מידע אודות חברות ציבוריות הפועלות בתחום בארץ ובחו"ל ובחרתי בחברות הנותאמות בקירוב לפעילות החברה מנתונים אודות 113 חברות ציבוריות בארה"ב המסווגות בענף ה-Healthcare Support Services הדומות במאפייניהן לפעילות החברה (להלן "חברות המדגם").

מבדיקותיי את נתוני חברות המדגם, עולה כי אומדן מכפילי ה-EBITDA הממוצע לחברות בתחום בארה"ב נע בטווח של 10.8-11.8. להערכתי, אינדיקציות מכפילי ה-EBITDA הממוצע של חברות המדגם (11.3) משקף בקירוב ובאופן סביר את פוטנציאל האקזיט של החברה על פני מכפילי ה-EBITDA המינימלי של חברות המדגם (10.8), בעיקר בהתחשב בכך ששיעור הצמיחה הנומינלי השנתי הממוצע ההנדסי (CAGR - Compound Annual Growth Rate) של החברה ב-5 השנים האחרונות נאמד ב-12.96% לשנה, בעוד ששיעור הצמיחה הנומינלי השנתי הממוצע ההנדסי בהכנסות של חברות המדגם ב-5 השנים האחרונות נאמד רק ב-9.27% לשנה.

בהתחשב בהיותה של החברה רווחית יותר במונחי שיעור ה-EBITDA כאחוז מסך ההכנסות מחברות המדגם (בהתחשב בכך ששיעור ה-EBITDA של החברה לשנת 2024 עמד על כ-32.96% בעוד ששיעור ה-EBITDA הממוצע של חברות המדגם הסתכם ב-13.16%), נראה כי טווח מכפילי EBITDA של 10.0-12.6 נחזה כסביר. עוד הנחתי כי שווי פעילותה של החברה בתחום שאינו ליבת עסקיה (כגון: החזקה בנכסי מקרקעין) נאמד בטווח של כ-12.4-13.1 מיליון ש"ח.