

# הערכת שווי חברות

## -מצגת-



## קיימות 3 גישות עיקריות להערכת שווי חברות:

### 1. שיטת השווי נכסי ( Net Asset Value – NAV )

השיטה מבוססת על שווי השוק המצרפי של כל נכסי החברה בניכוי שווי השוק של התחייבויותיה כפי שמשקפים במאזני החברה, ובניכוי המס שצפוי להיות מוטל על החברה והוצאות המטה הנדרשות לשמירה על הקיים. שיטה זו מתאימה בעיקר לעסקים בעלי נכסים מוחשיים רבים כגון: חברות נדל"ן, חברות החזקה וחברות בעלות נכסים שאינם תפעוליים (קרקע למשל) **א** לחברות הנמצאות בהליכי פשיטת רגל או פירוק.

### 2. שיטת המכפיל (גישת השוק)

הרעיון המרכזי שעומד מאחורי שיטת המכפיל הוא **שחברות דומות נסחרות במכפילים דומים**. השיטה מתבססת על היחס הממוצע בין שווי השוק של החברות הציבוריות בענף בו פועלת החברה לבין פרמטר חשבונאי נבחר, כאשר הפרמטרים המקובלים ביותר הם: הרווח הנקי, ההון העצמי, הרווח התפעולי, ה- EBITDA והמכירות. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לבין הפרמטר הרלוונטי מכונה **מכפיל**, והוא מופעל על נתוני הביצוע של החברה בהתאם לפרמטר שנבחר.

### 3. היוון תזרים מזומנים (גישת ההכנסות)

שיטת היוון תזרים מזומנים (DCF) נחשבת **לשיטה המתודולוגית הנכונה, המדויקת והמקובלת ביותר** – והיא אף קיבלה לכך תוקף בפסק דין של שופט בית המשפט העליון דנצינגר. שיטה זו נותנת ביטוי מלא לכל פרמטר בתזרים המזומנים העתידי של הפירמה ובמבנה המאזן שלה, ומשכך היא משקפת באופן נאות את הערך הכלכלי של החברה הנבחנת.

**לרוב מקובל להשתמש ביותר משיטה אחת ולהצליב בין התוצאות המתקבלות מ 2 השיטות וזאת על מנת למזער את הסיכוי לטעות ולמקסם את רמת האמינות הדיוק.**

במצגת להלן נציג בקווים כללים את עקרונות **שיטת היוון תזרים המזומנים** ואת מתודולוגיית היישום שלה ונצרף תחשיב לדוגמא.



## גישת היוון תזרימי מזומנים – מתודולוגית העבודה

שיטת היוון תזרימי המזומנים (Discounted Cash Flow) נגזרת מהיוון תזרימי המזומנים הצפוי של החברה בהנחה שהיא "עסק חי", המייצר זרם הכנסות לבעליו באמצעות הנכסים העומדים לרשותו. על פי שיטה זו הערך המיוחס לנכסי החברה אינו בעל ישות כלכלית נפרדת אלא נגזר מתזרימי המזומנים שניתן להפיק מהם.

שימוש בשיטת ה DCF כרוך בבניית מודל כלכלי מפורט (להלן – "המודל") לתקופה של 5 שנים (להלן – "תקופת התחזית"), המבוסס על התוצאות התפעוליות של החברה בשנים קודמות, תוך התחשבות בסעיפי הוצאות/הכנסות חד פעמיים. המודל מורכב ממספר רב של נתונים, ובניהם: יחס תשומות לתפוקות, שיעורי גידול/קיטון חזויים של משתנים שונים, תוכנית השקעות וצרכי הון חוזר, המהווים בסיס לבניית תחזית הרווח התפעולי ותזרימי המזומנים של החברה (להלן – "התחזית") ולקביעת תחום השווי הנאות של פעילותה (להלן – "שווי הפעילות").

התחזית מבוססת על הערכות בעלי החברה בנוגע לנתוני ההכנסות וההוצאות הצפויים ב 5 השנים הבאות, אולם יש לזכור כי חלק מהגורמים המשפיעים על נתונים אלו אינו בשליטת החברה. לפיכך, ככל שמודל זה מתבסס על הערכות ההנהלה ושיקול דעת המעריכים המקצועיים, מגולמת בתוכו אי וודאות מסוימת הנגזרת מיכולתנו המוגבלת לחזות את הנולד.

שווי הפעילות נגזר מהשווי החזוי לסוף תקופת התחזית וכן מאומדן השווי הנגזר מההנחה שהחברה תמשיך לפעול ולייצר זרם מזומנים עד אין סוף (Terminal Value), המחושב על פי מודל הדיבידנדים של גורדון כלהלן:

$$TV = \frac{\text{תזרימי מזומנים לשנה מייצגת}}{WACC-g}$$

**WACC** - מחיר ההון המשוקלל (ראה להלן)

**g** - שיעור הצמיחה החזוי בטווח הארוך



## גישת היוון תזרימי מזומנים – מתודולוגית העבודה

שיעור ההיוון המשמש להיוון תחזית תזרים המזומנים מחושב על פי נוסחת מודל מחיר ההון הממוצע המשוקלל (WACC) כלהלן:

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

כאשר:

- Ke – מחיר ההון (ראה תחשיב להלן)
- R – שיעור הריבית על חובות החברה
- D – חוב נושא ריבית של החברה
- E – שווי ההון העצמי של החברה
- T – שיעור מס חברות

קביעת מחיר ההון Ke

בהתאם למודל תמחור נכסי ההון (Capital Asset Pricing Model להלן "CAMP"), התשואה הנדרשת ע"י בעלי ההון העצמי (Ke) מחושבת באופן הבא:

$$Ke = Rf + (Rm - Rf) \times \beta + SCP + SCP(1)$$

כאשר:

- Rf – שער ריבית חסרת סיכון, שהתקבל מתשואות ארוכות טווח (10 שנים) של אג"ח צמודות מדד בריבית קבועה של ממשלת ישראל
- Rm – ממוצע תשואת השוק
- (Rm - Rf) – פרמיית סיכון שוק על פי נתוני Damodaran למועד הערכת השווי (הפרמיה בשוק הישראלי)
- B – אומדן סיכון סיסטמתי ממונף של החברה על פי נתוני Damodaran
- SCP – פרמיית ספציפית בגין הסיכון הנובע מגודלה היחסי של החברה בהשוואה לחברות דומות בענף, כאשר ההנחה היא שחברות קטנות מסוכנות יותר מחברות גדולות. לחישוב הפרמיה נהוג להשתמש בטבלאות ייחוס המתפרסמות אחת לשנה ע"י חברת Ibbotson האמריקאית או בנתוני Damodaran
- SCP(1) – פרמיית סיכון מיוחדת נוספת הקשורה לאירועים צפויים חריגים העלולים לאיים על המשך התנהלותה התקינה והשוטפת של החברה.



## גישת היוון תזרימי מזומנים – מתודולוגית העבודה

הגישה הבסיסית להערכת שווי הפעילות משקפת בעיקרה את השיקולים הכלכליים, אך עם זאת שווי הפעילות מושפע בין היתר מגורמים איכותיים שיש להביאם בחשבון בבניית המודל, ובהם: איכות ההנהלה, מגמות שוק, אסטרטגיה וראייה עסקית של בעלי השליטה, תביעות משפטיות והתחייבויות תלויות, מועד ביצוע ההערכה, מצב פוליטי בטחוני, מצב שוק ההון וכו'.

**שווי ההון העצמי של החברה** הינו חיבור מצרפי של **שווי הפעילות** הנגזר מהיוון תחזית תזרים המזומנים, ושל **הנכסים הפיננסיים העודפים** (נכסים שאינם משמשים לפעילות השוטפת) ובניכוי **התחייבויות שוטפות**, כמוצג בנוסחה להלן:

$$\begin{aligned} & \text{היוון תזרים מזומנים צפוי} \\ & + \\ & \text{היוון ערך שארי (Terminal Value)} \\ & + \\ & \text{נכסים פיננסיים נטו (נכסים בניכוי התחייבויות)} \\ & = \\ & \text{שווי חברה} \end{aligned}$$



## מבנה העבודה – עיקרי הפרקים

- סקירה כללית על החברה
- תיאור הפעילות
- הצגת הבעלים (רקע השכלתי וניסיון תעסוקתי)
- תמצית הנתונים הפיננסיים ב 5 השנים האחרונות (מתוך הדוחות הכספיים המבוקרים - מאזן ורווח והפסד)
- **בניית מודל הערכת שווי ליום נתון** (בד"כ לסוף שנה או סוף רבעון) ע"י בניית תחזית רווח והפסד מפורטת ל 5 השנים הבאות ולשנה שישית מייצגת (Terminal Value), המתבססת על סט של הנחות ונתונים המשקפים את ציפיות הנהלת החברה לשנים הבאות, תוך התייחסות לסעיפים הבאים:
  - הכנסות
  - הוצאות שכר
  - הוצאות (ייצור, מכירה, הנהלה וכלליות)
  - מס חברות
  - השקעות ברכוש קבוע
  - הון חוזר

את תזרים המזומנים השנתי המצטבר מהוונים לפי שיעור היוון המחושב לפי נוסחת **מחיר ההון המשוקלל Weighted average cost of capital (WACC)** ובהתבסס על נתוניה הפיננסיים של החברה, גודלה, מבנה הבעלות שלה (תלות בבעלים אחד ובלקוח עיקרי), סיכוני המשק הישראלי בכלל וסיכוני הענף בפרט





# גישת היוון תזרימי מזומנים – דוגמא למודל הערכת שווי

## א. שווי חברה

### סיכום

בהתבסס על מודל הערכת השווי והנחות הייסוד שנלקחו בחשבון שווי החברה ליום 31.12.20 מוערך בכ 910 אלף ₪.

הערכת שווי 31.12.2020	אלפי ש"ח
מחיר ההון המשוקלל	17.82%
שווי פעילות	875,376
מזומנים	100,000
התחייבויות פיננסיות	-65,000
חוב חברה לבעלים	-
חשיפה לפיצויים לעובדים	-
<b>סה"כ שווי חברה</b>	<b>910,376</b>

## ג. חישוב מחיר ההון המשוקלל (WACC)

פרמטר	סימול	31.12.2020
חוב חברה	D	19.54%
אקוויטי	E	80.46%
חוב חברה + אקוויטי	D+E	100%
מחיר החוב	Kd	4.00%
שיעור מס חברות -1	1-T	77%
מחיר הון חסר סיכון	Rf	-0.23%
פרמיית שוק	Rm-Rf	5.40%
ביטא לא ממונפת	β	1.04
ביטא ממונפת	B	1.23
פרמיית חברה קטנה	SCP	4.96%
פרמייה נוספת	SP	10.00%
מחיר ההון	Ke	21.40%
מחיר ההון המשוקלל - Wacc	$(D/V)*(1-T) + (E/V)*Ke$	17.82%





טופ שיא עסקים הינה חברה לייעוץ כלכלי ועסקי המנוהלת ע"י **ד"ר שלמה נס**, המביאה לעולם היזמות והעסקים גישה חדשנית וייחודית המשלבת שירותי ייעוץ כלכלי וחשבונאי ושירותי ייעוץ משפטי, **תחת קורת גג אחת**. הצוות המקצועי מורכב מרואי חשבון, עורכי דין, כלכלנים ויזמים המגיעים מעולמות הפרקטיקה והייעוץ, רובם ככולם בעלי ידע מעשי עשיר וניסיון מקצועי רב ומגוון בתחומם.

יתרונה היחסי של החברה נשען על יכולתה להעניק מניפת שירותים מגוונת הכוללת:



- ייעוץ כלכלי ופיננסי לחברות פרטיות וציבוריות מכלל מגזרי הפעילות
- שיקום והתייעלות לעסקים וחברות
- חוות דעת כלכליות בהליכים משפטיים
- שיפור מדדי ביצוע
- ייזום והובלת תהליכי מיזוגים ורכישות
- ייזום ומימון השקעות בנדל"ן
- ניהול וליווי מועדוני משקיעים

מצבת לקוחות החברה רחבה ומגוונת וכוללת תאגידיים, חברות ציבוריות ופרטיות, יזמי נדל"ן, עסקים משפחתיים, חברות סטרטאפ ואנשי עסקים ישראלים וזרים.

**טופ שיא פועלת תחת מטריית השירותים של פירמת עוה"ד דורון, טיקוצקי, קנטור, גוטמן, נס, עמית גרוס ושות', המונה מעל מאה עורכי דין ומשפטנים, בהם רואי חשבון, כלכלנים ויוצאי רשויות הממשלה והמס. הפירמה נמנית עם הפירמות המובילות בארץ ויתרונה היחסי מושתת על יכולתה לספק ללקוחותיה מעטפת שירותים יעילה וכוללת לכל סוגיה.**



## ד"ר שלמה נס, עו"ד ורו"ח

- שותף מייסד בפירמת עורכי הדין דורון, טיקוצקי, קנטור, גוטמן, נס & עמית גרוס.
- נאמן ומנהל מיוחד מטעם בית המשפט של החברות והתיקים הגדולים בישראל ובניהם רשת הקלאבמרקט, אגרסקו, קבוצת מעריב, רשת בורגראנץ ורשת הקואופ.
- מרצה למשפטים באוניברסיטת בר אילן ומוסדות אקדמיים נוספים, וכן מרצה בתוכניות פיתוח והכשרת מנהלים ודירקטורים באוניברסיטת ת"א, להב ובמשרדי ראש הממשלה והאוצר.
- משמש בהווה ובעבר כיו"ר דירקטוריון וכחבר דירקטוריון של חברות ציבוריות מובילות, ביניהן: יו"ר חברת החשמל לישראל, יו"ר איילון חברה לביטוח, חבר מליאת רשות ניירות ערך ועוד.
- בשנת 2020 מונה ע"י שר הכלכלה מר אלי כהן לעמוד בראש "**פורום נס להצלת המשק**" כדי לתרום מניסיונו ולסייע למקבלי ההחלטות להתמודד עם ההשלכות הכלכליות של משבר הקורונה.

## רמי אריה, עו"ד ורו"ח

- בוגר כלכלה וחשבונאות מטעם אוניברסיטת תל אביב (1985), בוגר משפטים (2002) וכן בוגר קורס מגשרים של פרופ' סילברה.
- החל מ-1981 בעלים של משרד לראיית חשבון וב-2003 הוסמך גם כעו"ד, לאחר התמחות במיסים במשרד ד"ר אבי אלטר עו"ד ז"ל.
- מנהל מט"י לאזור השפלה מטעם הרשות לעסקים קטנים בשנים 1993-1995 והתמחות בהכנת תוכניות עסקיות והערכות שווי.
- מייסד משרד בוטיק המיסים מהמובילים בישראל.
- מתמנה באורח קבוע כמומחה בימ"ש למשפחה לאיזון משאבים בין בני זוג והערכת שווי חברות.
- מרצה קבוע בפורומים של חברי לשכת עורכי הדין, לשכת רואי החשבון, לשכת יועצי מס, איגוד לשכות המסחר, חשבים HPS ועוד.
- מחבר מאמרים בביטאונים מקצועיים ומחבר הספר "**הוצאות מוכרות - למס הכנסה, מע"מ, מס שבח מקרקעין וביטוח לאומי**", בהוצאת מיסים ועסקים בע"מ (550 עמוד).
- מנהל מקצועי של מאגר המידע "מיסים ועסקים" באינטרנט - מאגר העדכונים, מאמרים ופורומים במיסוי, הגדול מסוגו בישראל.



## רווית ברקוביץ, M.B.A.

- בוגרת תואר ראשון בכלכלה ותואר שני במנהל עסקים (MBA), שניהם בהצטיינות, מטעם אוניברסיטת חיפה וכן בוגרת לימודי תעודה מטעם לשכת רואי החשבון ב"סוגיות מתקדמות בהערכות שווי של חברות ציבוריות".
- בעלת וותק של כ 20 שנים בתעשייה כמנהלת מחלקות כלכליות וכסמנכ"לית פיתוח עסקי בשתי חברות גדולות ומובילות בתחומן, פרוטרום (ציבורית וגלובלית) וזוגלובק.
- בעלת ניסיון של 3 שנים כ Manager בתחום המימון התאגידי בחברת הייעוץ של פירמת רואי החשבון BDO זיו האפט.
- החל מ 2014 שותפה בטופ ש.י.א. ניתוח עסקי בע"מ ואחראית על תחום הייעוץ הכלכלי בחברה.
- מכהנת כדירקטורית בסאמיט אחזקות נדל"ן בע"מ - חברת נדל"ן ציבורית בינלאומית.