



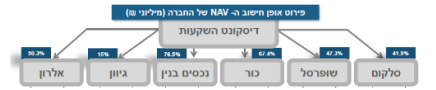
על פי הספרות הכלכלית השיטה העדיפה להערכת שווי חברת החזקות היא שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV)

מעריך השווי דוד בכר, CFP, CLU, CFV מסביר כי שיטת ה-NAV היא כיום השיטה המקובלת בעולם להערכת שווי חברות החזקה.



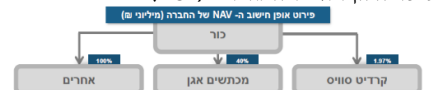
על פי הערכת השווי שביצעה "שווי פנימי" השווי הכלכלי של החזקות אי די בי פיתוח (שבתרשים לעיל) כעסק חי נאמד בכ- 5,748 מיליון ₪. ההתחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית, נטו נאמדו בכ- 4,707 מיליון ₪ ושווי התקורות נאמדו בכ- 208 מיליון ₪ - ולכן שווי הנכסי הנקי של אי די בי פיתוח ליום ה- 15 בספטמבר 2013 נאמד בכ- 833 מיליון ₪.

דסק"ש הינה חברת החזקות בעלת תיק השקעות מבוזר הכולל בין היתר גם עסקי תקשורת וקמעונאות. דסק"ש נשלט על ידי אי די בי פיתוח. בהתחשב באופי פעילות דסק"ש כחברת החזקות הוחלט כאמור ב"שווי פנימי" להעריך את שווייה של דסק"ש בשיטת הערך הנכסי הנקי (NAV) מקובלת בספרות המקצועית ולא לפי שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF).



על פי הערכת השווי שביצעה "שווי פנימי" השווי הכלכלי של החזקות דיקונט השקעות או בכנייה הבורסאית דסק"ש (שבתרשים לעיל) בהנחת עסק חי נאמדו בכ- 7,734 מיליון ₪. ההתחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית, נטו נאמדו בכ- 4,889 מיליון ₪ ושווי התקורות נאמדו בכ- 208 מיליון ₪ - ולכן שווי הנכסי הנקי של דסק"ש ליום ה- 15 בספטמבר 2013 נאמד בכ- 2,637 מיליון ₪.

כור תעשיית בע"מ הינה חברת החזקות בעלת תיק השקעות מבוזר הכולל עסקי בקאות, השקעות וכימיה לחקלאות. כור תעשיית נשלט על ידי דסק"ש. בהתחשב באופי פעילות כור תעשיית כחברת החזקות הוחלט כאמור ב"שווי פנימי" להעריך את שווייה של כור תעשיית בשיטת הערך הנכסי הנקי (NAV) מקובלת בספרות המקצועית ולא לפי שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF).



על פי הערכת השווי שביצעה "שווי פנימי" השווי הכלכלי של החזקות כור (שבתרשים לעיל) בהנחת עסק חי נאמדו בכ- 6,196 מיליון ₪. ההתחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית, נטו נאמדו בכ- 2,744 מיליון ₪ ושווי התקורות נאמדו בכ- 12 מיליון ₪ - ולכן שווי הנכסי הנקי של כור ליום ה- 15 בספטמבר 2013 נאמד בכ- 3,440 מיליון ₪.

לסיכום

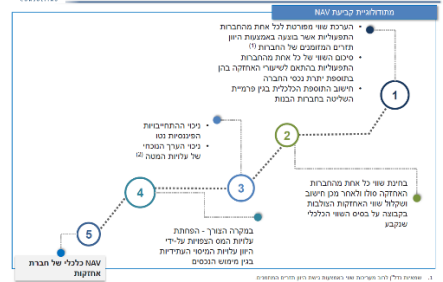
על פי הספרות הכלכלית את שווייה של חברת החזקות מקובל לאמוד ע"פ שיטת ה-NAV. ערכי הנכסים של חברת החזקות מתקבלים מהערכות שווי המחשבות את השווי הכלכלי האמיתי של כל אחד מהנכסים בשיטת ה-DCF. מסך הצברם של שווי הנכסים של חברת החזקות יש להפחית את החוב הפיננסי, נטו. הנחת העבודה היא שעלויות הפיננסית של החוב הפיננסי ברוטו במאזן חברת החזקות משקף את שווי הכלכלי. הוא הדין כמובן גם לגבי יתרות המזומן, שווי ההשקעות הנוכחית לטווח קצר של החברה. על מנת לקבל את השווי הנכסי הנקי של חברת החזקות יש להפחית את מתוצאות הביניים שקיבלנו לעיל את הערך הנוכחי של עלויות הניהול. עלות ניהול חברת החזקות מיוחסת למאמציה של הנהלת חברת החזקות לחזק את ביצועי נכסיה. יש לזכור כי עלות הניהול כיום כוללת מרכיב יזום שיש לנטרל. מקובל לקזז את מרכיב היזום ע"י הפחתת 50% מעלות הניהול כיום. מעלות הניהול יש לזכור את הערך הנוכחי של עלות הניהול לאחר מס באמצעות שימוש במכפיל (נוסחת גורדון) שגו בין 8 ל- 10.

למידה ולחברת החזקות יש להתחייבויות בגין מסים נדחים במאזן, הרי שיש לזכור מהשווי הנכסי הנקי שקיבלנו את שווי האקטוארי של התחייבויות אלו. מסביר כי מאחר ומסם אלו ישולמו בפועל בשלבים שונים בעתיד, הרי שאין דרך כוללת להערכת שווייה שווייה החזקות מקובל להשתמש ב- 50% מההתחייבויות בגין המיסים הנדחים כיום כאומדן סביר לשווי האקטוארי של השלדום המש העתידיים, ככל שישולמו ומתי שישולמו.

פי הספרות הכלכלית השיטה העדיפה להערכת שווי חברות החזקה היא שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) ולכן בעולם נהוג לבצע הערכת שווי לחברות החזקות לפי שיטת ה-NAV ולא לפי שיטת ה-DCF.

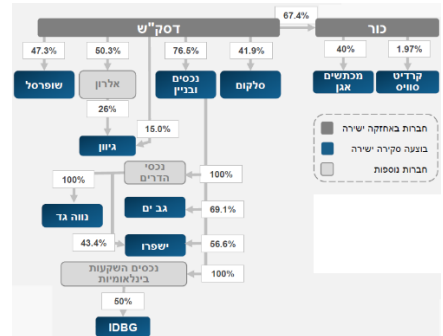
מניבות. במקרים אלה יש לשיטת ה-NAV משמעות כלכלית רבה יותר מאשר לערך הנוכחי של הרווחים הצפויים בעתיד (שכן לא כל נכס חברת החזקות מניבים רווחים), הלא היא שיטת ה-DCF.

מטודולוגיית הערכת NAV יוזמה על ידי חברת החזקה בקבוצה



פערים בהערכת שווי נכסי חברת החזקות

יש לזכור שכאשר מדובר בהערכות שווי של חברות קשה להגיע לנתון אחיד ומוסכם, שכן מדובר בהערכות ואומדנים ולא בנתון מדויק וחד משמעי. כך לדוגמה, הערכת שווי חברת שופרסל בע"מ (חברת הבת של דסק"ש) במסגרת בחינת יכולת הפירעון של חברת הסבתא אי די בי חברה לפתוח בע"מ, התגלה פער של 537 מיליון ₪ בין שתי פירוט הערכות שווי שעסקו בנושא.



חברת פאהון קנה יועצים בע"מ העריכה את שופרסל ב- 3,637 מיליון ₪ (בטווח שבין 3,484 ל- 3,790 מיליון ₪) ואילו חברת MNS Consulting העריכה את שופרסל ב- 3,100 מיליון ₪ (בטווח שבין 3,000 ל- 3,200 מיליון ₪). בהערכת שווי חברת סלקום ישראל בע"מ (אף היא חברת הבת של דסק"ש וחברה נכדה של אי די בי פיתוח) התגלה פער גדול במיוחד. חברת פאהון קנה יועצים בע"מ העריכה את שווי סלקום ב- 4,921 מיליון ₪ (בטווח שבין 4,808 ל- 5,034 מיליון ₪) בעוד שחברת MNS Consulting העריכה את שווי סלקום ב- 4,300 מיליון ₪ (בטווח שבין 4,200 ל- 4,400 מיליון ₪). פערים דומים התגלו בין שתי פירוט הערכות השווי כמעט בכל נכסי דסק"ש.

שיטת השווי הנכסי הנקי: המקרה של אי די בי פיתוח

כפי שצוין לעיל, שיטת ה-NAV היא היום השיטה המקובלת בעולם להערכת שווי חברת החזקות, שברשותה החזקות רבות שחלקן מניבות וחלקן לא. במקרים אלה, יש לשיטת ה-NAV משמעות כלכלית רבה יותר לשיטת ה-DCF, שכן חלק מנכסי החזקות לא מניבים רווחים.

כך לדוגמה, פירוט הערכות השווי "שווי פנימי - מעריכי שווי תלויים" מיסודו של האקטואר רועי פולניצר הכינה הערכת שווי של אי די בי חברה לפיתוח ליום ה- 15 בספטמבר 2013 לצורך בחינת מתווה העסקה לרכישת השליטה באי די בי חברה לאחזקות בע"מ, על ידי חברת אמבליז בע"מ ושותפיה במסגרת הסדר נושים. "אי די בי פיתוח" הינה חברת החזקות בעלת תיק השקעות מבוזר הכולל בין היתר גם עסקי ביטוח ותיירות. אי די בי פיתוח נשלט על ידי אי די בי חזקות.

בהתחשב באופי פעילות אי די בי פיתוח כחברת החזקות הוחלט בפירמת הערכת השווי "שווי פנימי" להעריך את שווייה של אי די בי פיתוח בשיטת ה-NAV כמקובל בספרות המקצועית ולא בשיטת ה-DCF. לדברי מרקי השווי האמארי מטעם "שווי פנימי", האקטואר פולניצר: "שיטת ה-NAV היא 'סוס העבודה' המקובל כיום בעולם בתחום הערכת שווי חברות החזקה ועל כן בחרתי להשתמש בה להערכת שווי כור, דסק"ש ואי די בי פיתוח".

על פי הספרות הכלכלית השיטה העדיפה להערכת שווי חברת החזקות (Investment Company) היא שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV - Net Asset Value). לפי שיטה זו, שווייה של חברת החזקות נקבע לפי השווי הכלכלי של הנכסים שברשותה בניכוי השווי המאזני של התחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית. ככל שהשווי הכלכלי של נכסי חברת החזקות עולה על השווי המאזני של התחייבויות הפיננסיות, כך ערכה גדול יותר. ולהיפך: ככל שהשווי המאזני של התחייבויות הפיננסיות של חברת החזקות עולה על השווי הכלכלי של נכסיה, כך ערכה קטן יותר.

את שווי הנכסים של חברת החזקות מחשבים על בסיס הערך הכלכלי הנוכחי של הנכסים (היוון שכולל פרמיית סיכון) כאשר חברת החזקות מוערכת כעסק חי. לאמור- הערכת שווי הנכסים מתבססת על הערכת התמורה הכלכלית התזרימית העתידית (DCF) הצפויה לנבוע מכל אחד מהם (רמי מזומנים חזויים אלה מהווים למועד התערה על פי שיעור היוון המותאם למידת הסיכון הגלומה בתחזית על פני משך אופק ההיוון), כאשר ההערכה נגזרת מהנחות המעריך לגבי הסיבה הכלכלית, תשואה וסיכון הנכס ועוד. דהיינו שווי הנכסים בעקבת מכירה בין מוכר מרוצן לקונה לא שווי הנכסים על אדם אחד בצדדים לביצוע מהיר של העסקה. אם מורדים משווי זה את כל התחייבויות הפיננסיות נושאות הריבית, נטו (קר, אף) החוב נושא הריבית בניכוי מזומן, כאשר הון חוזר לא נלקח בחשבון) והערך הנוכחי של עלות התקורות (המתייחס לחלק התקורות המתחזק את החזקות הקיימות ולא לזימות חדשה) של חברת החזקות מקבלים את השווי הנכסי הנקי (NAV), השווה להון העצמי הכלכלי של חברת החזקות (בצייני כי המאזנים בנויים לפי הנוסחה: נכסים פחות התחייבויות שווה הון עצמי).



החיסרון העיקרי של שיטת ה-NAV הוא בכך שהיא מתייחסת לחברת החזקות כאל אוסף של נכסים בפורטפוליו (תיק השקעות) ולא כאל גוף עסקי חי (Going concern).

השווי הכלכלי של הנכסים משפר את שיטת ה-NAV המקורית המחושבת כפער שבין השווי המאזני של הנכסים והשווי המאזני של התחייבויות הפיננסיות, בכך שהוא מוסיף לשווי הנכסי הנקי גם את שווי המוניטין של חברת החזקות. נאמר מראש שווי מוניטין זה הוא די תאורטי שכן קשה מאוד להעריכו בכלים כמותיים כיוון שהוא מורכב מגורמים לא-מוחשיים כמו יתרונות לגודל המסייעים לכלל המרכיבים בחברת החזקות (כולל: בזימנית ועלות המימון, יעוך והכונה אסטרגיים ועוד), שאינה לסינרגיות בפעילויות שיווקים ועוד, ה-DEAL FLOW של חברת החזקות לביצוע השקעות מוצלחות ע"י החברות המחוזקות, השקעה במגוון השקעות היוצרות פזור סיכונים ומיתון התנדטיות בתוצאות הכוללות וכד'.

יחד עם זאת מקובל מאוד להשתמש בשיטת ה-NAV במקרים בהם מדובר בחברות כושלות שנקלעו לקשיים - דהיינו בחברות שמוניטין שלהן אגן כמעט שווה וכל מה שנותר להן הוא שווי הנכסים נטו. כמו כן נהוג להשתמש בשיטת ה-NAV לקבועת "מחיר ריצפה" בעת הערכת שווי החברה. דהיינו מהו המחיר המינימלי שיש לדרוש עבור החברה - מחיר שמתחתו אין לה הניון לרדת. ברור שכל מקרה המוכרים יעשו מאמץ לקבל מחיר גבוה מ"מחיר הריצפה". רק במקרים קיצוניים, בהם לא ניתן להשיג מחיר טוב יותר, והמוכרים לחוצים ואינם יכולים להתמזן עד שיימצאו קונים טובים יותר, או עד שמצב החברה ישתפר, הם ימכרו את החברה באתר, "מחיר ריצפה".

שימוש נוסף בשיטה הוא כאמור להערכת חברות החזקות (כמו "כור תעשיית", "השקעות דיקונט" ו"אי די בי חברה לפיתוח") שלחן החזקות רבות, חלקן מניבות וחלקן לא