



# הערכת שווי מניה בשיטת ה"מכפיל"

אחראי תחום תכנון פיננסי בלשכת מערכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVAF), מעריך השווי דוד בכר מסביר לעומק במאמרו מהי שיטת המכפיל להערכת שווי מניות.

שב. מכאן אנו למדים ששווי השוק של חברת סלקום בבורסה, תחת הנתונים שהגדרתי, הוא 30 מיליון ₪ (30 כפול 1 מיליון).

על מנת לדעת האם מחיר השוק שלה (30 ₪) במקרה דנן שלפנינו) הוא יקר או זול אפשר להיעזר ב"מכפיל הרווח הנקי". נניח שהרווח הנקי של סלקום בשנה האחרונה היה 3 מיליון ₪. מכאן אנו למדים שחברת סלקום בבורסה, תחת הנתונים שהגדרתי, נסחרת במכפיל רווח נקי של 10 (30 לחלק ל-3).

מכפיל הרווח הנקי הוא היחס שבין שווי השוק של המניה לרווח הנקי שלה (במונחים שנתיים, כלומר הרווח השנתי בשנה קלנדרית או ב-12 החודשים האחרונים). משעה שמצאנו את מכפיל הרווח הנקי של החברה הנבדקת (סלקום) במקרה דנן שלפנינו, עלינו לבדוק מהו מכפיל הרווח הנקי המקובל בתחום הפעילות של החברה.

אם נגלה למשל שמכפיל הרווח הנקי המקובל בענף הוא 8 בעוד שמכפיל הרווח הנקי של סלקום הוא כאמור 10, הרי שמסקנתנו תהיה שחברת סלקום נסחרת בשווי גבוה מהממוצע (10 לעומת 8). זה לא אומר בהכרח אומר שחברת סלקום מתומחרת ביתר ושמחיר השוק של מנייתה בבורסה ירד, כיוון שיכול להיות שסלקום היא חברה הרבה יותר טובה מהממוצע הענפי או שיש לה הרבה יותר מזומנים בקופה בהשוואה למקובל בענף. זה למעשה נותן אינדיקציה ראשונית.

מאידך, אם נגלה למשל שמכפיל הרווח הנקי המקובל בענף הוא 12 בעוד שמכפיל הרווח הנקי של סלקום הוא כאמור 10, הרי שמסקנתנו תהיה שחברת סלקום נסחרת בשווי נמוך מהממוצע (10 לעומת 12). זה לא אומר בהכרח אומר שחברת סלקום מתומחרת בחסר ושמחיר השוק של מנייתה בבורסה יעלה, כיוון שיכול להיות שסלקום היא חברה הרבה פחות טובה מהממוצע הענפי או שאין לה מזומנים בקופה בהשוואה לחברות אחרות בענף שלהן דווקא יש מזומנים בקופה. זה שוב נותן אינדיקציה טנטטיבית ובלתי מחייבת.

כלל אצבע נוסף הוא "מכפיל ההון העצמי". על מנת לדעת האם מחיר השוק של סלקום (30 ₪) במקרה דנן שלפנינו) הוא יקר או זול אפשר להיעזר גם ב"מכפיל ההון העצמי". זהו היחס בין שווי השוק של המניה להון העצמי שלה.

אם יש להם מינוף או ביחס P/S אם אין להן מינוף. אלו הם מכפילי המכירות (המכונים גם מכפילי ההכנסות). EV/S הוא היחס בין שווי הפעילות למכירות בעוד ש-P/S היחס בין מחיר המניה למכירות. השימוש במכפיל ההכנסות מתאים כאשר קיימת קבוצה של חברות דומות שמניותיהן נסחרות בשוק והוא מהווה מקרה פרטי של מודל ה-DCF שעליו ארחיב בהמשך.

יתרונה של שיטת המכפיל (בצד החסרונות), נעוץ בחישוב פשוט ומהיר יחסית, על פני שיטות אחרות. החיסרון העיקרי של שיטת המכפיל נעוץ בעובדה שהיא אינה לוקחת בחשבון שורה של גורמים העשויים להשפיע על השווי הספציפי של העסק, בשונה מעסקים "דומים" באותו תחום, כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה. חסרון נוסף נובע מן העובדה שבמרבית המקרים קיים תחום רחב של מכפילים, אשר מיצעו אינו מביא בהכרח לתוצאה נכונה.

אעיר כי רואי החשבון נוהגים להתייחס אל המכפיל כאל תקופת ההחזר של ההשקעה בחברה, שהיא למעשה רכישת החברה (ההשקעה היא למעשה שווי החברה: מחיר מניית החברה כפול מספר המניות שלה). כלומר, ככל שהמכפיל גבוה יותר, כך הם טוענים תקופת ההחזר של ההשקעה בחברה על ידי הרווח השנתי תהיה ארוכה יותר, ולהיפך. לדוגמא, אם חברה יודעת לייצר רווח נקי שנתי של 2 מיליון ₪, אז מכפיל רווח נקי של 3 אומר שאם נרכוש את החברה במחיר של 6 מיליון ₪, אז נחזיר את ההשקעה בחברה בתוך 3 שנות רווח (אותו כני"ל לגבי מכפיל ההכנסות או מכפיל הרווח התפעולי).

מאידך, אקטוארים נוהגים להתייחס אל המכפיל כאל ההופכי של שיעור ההיוון (המורכב ברובו מפרמיית סיכון). כלומר, ככל שהמכפיל גבוה יותר, כך שיעור ההיוון הנדרש על ידי משקיע בהשקעה זו גבוה יותר. למעשה גם האקטוארים וגם רואי החשבון אומרים את אותו הדבר שאם מדובר בחברה מסוכנת (כזו שהכנסותיה/רווחיה/ תזרימיה נתונים לסיכון גבוה ו/או כפופים לאי וודאות גבוהה), אז המכפיל הנדרש עליה על ידי משקיעים פוטנציאליים יהיה מכפיל נמוך, הן מהטעם של רואי החשבון גבוהה שתשקף באופן האות את מרכיבי אי הוודאות הגלומים בהשקעה בחברה זו.

נניח לשם הדוגמא, שלחברת סלקום יש מיליון מניות הנסחרות בבורסה ומחיר השוק של כל מניה שלה בבורסה הוא 30

לתבקשתי ע"י מעריך השווי המוערך האקטואר רועי פולניצר – שהוא כלכלן רב הישגים ותפקידים הנחשב גורם סמכותי ומוערך ביותר בתחום הפיננסי בישראל שעיקר מומחיותו היא בתחומי הערכות שווי, אקטואריה, ניהול סיכונים, הנדסה פיננסית ונגזרים ושהוא גם מייסד ויו"ר לשכת מערכי השווי והאקטוארים בישראל וגם מונה על ידי סגן ראש הממשלה ושר המשפטים לכלן כחבר בוועדה לבחירת מערכי שווי ואקטוארים לבתי משפט – לכתוב לטובת הלשכה, כתבה על "כללי אצבע" של מכפילים, עובר לשאלה מתי לקנות או למכור מניה. הרמתי את הכפפה, כלחלן:

בשיטת המכפיל מוערכת החברה על בסיס היחס הממוצע בענף בו היא פועלת בין שווי השוק לבין פרמטר חשבונאי נבחר. הפרמטרים המקובלים כוללים את הרווח הנקי, הרווח התפעולי, המכירות, תזרים המזומנים מפעילות שוטפת וההון העצמי. היחס הממוצע בענף בין שווי השוק לפרמטר החשבונאי הרלבנטי מכונה "מכפיל".

שיטת המכפיל נגזרת מגישת השוק להערכת שווי. גישת השוק מתבססת בהערכת שווי החברה על מחירי חברות דומות (התואמות בקירוב לפעילות ולהיקף החברה המוערכת) בעסקאות נסגרו בשוק או לקנייה או מכירה של חברות דומות בשווקי ההון. עסקאות בין קונה מרצון ומוכר מרצון בדרך כלל מבטאות שווי הוגן הנכון ביותר בהנחה ואינן מתבצעות בין צדדים קשורים.

בשיטת המכפיל, החברה מוערכת על בסיס השוואה בינה לבין חברות דומות (שדומות במאפייניהן לפעילות החברה) וזאת על בסיס ההנחה שחברות באותו ענף מאופיינות במכפילים וביחסים פיננסיים דומים. "מכפילים" הם כאמור היחס בין שווי החברה לבין מדד מוסכם.

שיטת המכפיל הינה בעצם דרך לכייל ערך על סמך בסיס הנהוג בענף נתון. בהערכת שווי תאגידים מקובל, למשל, להשתמש ביחס P/E הקרוי מכפיל הרווח הנקי. דרך זו נפוצה בשווקי ההון בעולם.

בשיטת מכפיל הרווח הנקי שווי החברה המוערכת מתקבל ע"י הכפלת הרווח העתידי למניה במכפיל הרווח הנקי הממוצע הענפי (קרי, המקובל בענף) מתוך מחשבה שמכפיל הרווח של החברה המוערכת "יתיישר", לכל הפחות, לממוצע הענפי.

לגבי חברות הזנק (Start-ups) מאחר והן יוצאות לשוק ללא היסטוריה קודמת של רווחיות, לגביהן נהוג להשתמש ביחס EV/S

נניח שסך ההון העצמי של סלקום בשנה האחרונה היה 10 מיליון ש. מכאן אנו למדחים שחברת סלקום בבורסה, תחת הנתונים שהגדרתי, נסחרת במכפיל הון עצמי של 3 (30 לחלק ל-10).

מכפיל ההון העצמי הוא היחס שבין שווי השוק של המניה לסך ההון העצמי שלה. משעה שמצאנו את מכפיל ההון העצמי של החברה הנבדקת (סלקום) במקרה דנן (שלפנינו), עלינו לבדוק מהו מכפיל ההון העצמי המקובל בתחום הפעילות של החברה.

אם נגלה למשל שמכפיל ההון העצמי המקובל בענף הוא 1 בעוד שמכפיל ההון העצמי של סלקום הוא כאמור 3, הרי שמסקנתנו תהיה שחברת סלקום נסחרת בשווי גבוה מהמוצע (3 לעומת 1). זה לא אומר בהכרח אומר שחברת סלקום מתומחרת ביתר ושמחיר השוק של מנייתה בבורסה ירד, כיוון שיכול להיות שסלקום היא חברה הרבה יותר טובה מהמוצע הענפי או שיש לה הרבה יותר מזומנים בקופה בהשוואה למקובל בענף. זה למעשה ניתן אינדיקציה ראשונית.

מאידך, אם נגלה שמכפיל ההון העצמי המקובל בענף הוא 5, בעוד שמכפיל ההון העצמי של סלקום הוא כאמור 3, הרי שמסקנתנו תהיה שחברת סלקום נסחרת בשווי נמוך מהמוצע (3 לעומת 5). זה לא אומר בהכרח שחברת סלקום מתומחרת בחסר ושמחיר השוק של מנייתה בבורסה יעלה, כיוון שיכול להיות שסלקום היא חברה הרבה פחות טובה מהמוצע הענפי או שאין לה מזומנים בקופה בהשוואה לחברות אחרות בענף שלהן דווקא יש מזומנים בקופה. זה שוב ניתן אינדיקציה טנטטיבית ובלתי מחייבת.

כאשר מדברים על הערכת שווי חברה, מדברים למעשה על קביעת שווי מניית החברה. המודל המקובל ביותר להערכת שווי חברות הוא מודל ה- DCF (זרמי המזומנים המהוונים, Discounted Cash Flows) שאת פרטיו ניתן לראות בספרו של Damodaran שכותרתו Finance by Wiley. מודל ה- DCF הוא למעשה היוון של תזרים המזומנים העתידי של החברה.

מודל ה- DCF מניח שהחברה (כל חברה) היא קופסה שחורה המייצרת מזומנים. נניח לרגע שחברת סלקום מייצרת כל שנה 100 מיליון ש"ח במזומן. עכשיו צריך לחשב כמה זה שווה היום, כלומר, כמה אני מוכן לשלם עכשיו כדי לקבל 100 מיליון ש"ח כל שנה.

פעולה זאת נקראת היוון ופירושה תרגום הסכומים העתידיים לסכום אחד שישולם היום באמצעות חישוב מתמטי. לצורך ההיוון יש להשתמש בשיעור היוון הכולל שיעור תשואה חסר סיכון ופרמיית סיכון הפרופורציונלית לרמת הסיכון של החברה המוערכת.

לסיכום, מודל הערכת השווי המבוסס ביותר מבחינה תיאורטית הינו מודל זרמי המזומנים המהוונים (DCF – Discounted Cash Flows) לפיה, שוויה הכלכלי של חברה נובע מתזרמי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגינה. באמצעות מודל זה ניתן להעריך את שווי הפעילות העסקית כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), בין היתר באמצעות עריכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה והערכת סיבת הסיכון בה היא פועלת.

המודל המבוסס ביותר מבחינה תיאורטית להערכת שווי חברות הפועלות כעסק חי, הינו מודל זרמי המזומנים המהוונים (מודל ה- DCF), כאמור. עם זאת, בשל אי הוודאות הגבוהה בחיזוי תזרמי המזומנים של פעילות חברה, רצוי לתמוך את התוצאה המתקבלת בהערכות על בסיס מודלים נוספים להערכת שווי. לכן, מקובל להעריך שווי חברה גם באמצעות מכפילי רווחיות שונים, באמצעות השוואה אינדיקטיבית לחברות ציבוריות דומות, התואמות בקירוב לפעילות ולהיקף החברה.

שיטת המכפיל ישימה לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי החברה המוערך, אך אינה מהווה לרוב שיטת אמידה מדויקת. יתרונה העיקרי של השיטה הינו, כאמור פשטותה ומהירותה ביחס לשיטות אחרות. חסרונה העיקרי של השיטה הינו היעדר התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על אומדן השווי המסוים של הפעילות המוערכת, בשונה מפעילויות אחרות מתחום דומה, לרבות שווקי יעד שונים, שיעור צמיחה, שינוי בתמהילי ההכנסות, ההוצאות או מבני הון שונים.

בדרך כלל, מעריך השווי מוסיף לתזרים המזומנים סכומים שונים, המייצגים בין היתר משתנים עתידיים, כמו הצמיחה העתידית של החברה. אומר מראש, המודל הזה לא מאוד מסובך, והוא נותן פחות או יותר את שווי החברה. אלא שאת המודל הזה חייבים להמשיך ולבדוק.

אחת הבדיקות המקובלות היא בדיקת מכפיל הרווח הנקי, שבמסגרתה מעריך השווי מחלק את שווי החברה שהתקבל ברווח הנקי של החברה בארבעת הרבעונים האחרונים. המספר שיתקבל הוא מכפיל הרווח הנקי ומעריך השווי בוחן האם הוא זהה או שונה ממכפיל הרווח הנקי המקובל בענף שבו נסחרת החברה. אם מכפיל הרווח הנקי של החברה גבוה יותר ממכפיל הרווח הנקי המקובל בענף, ייתכן שהחברה שווה פחות ממה שיצא בחישוב או לחילופין שמדובר בחברה שהיא טובה יותר מהמוצע. מאידך, אם מכפיל הרווח הנקי של החברה נמוך יותר ממכפיל הרווח הנקי המקובל בענף, ייתכן ששווי החברה שהתקבל נמוך מדי או לחילופין שמדובר בחברה שהיא הרבה פחות טובה מהמוצע בענף.



בדיקה נוספת ניתן לבצע היא בדיקת מכפיל ההון העצמי, שבמסגרתה מעריך השווי מחלק את שווי החברה שהתקבל בסך ההון העצמי שלה ברבעון האחרון. המספר שיתקבל הוא מכפיל ההון העצמי ומעריך השווי בודק האם הוא זהה או שונה ממכפיל ההון העצמי המקובל בענף שבו נסחרת החברה. אם מכפיל ההון העצמי של החברה גבוה יותר ממכפיל ההון העצמי המקובל בענף, ייתכן שהחברה שווה פחות ממה שיצא בחישוב או לחילופין שמדובר בחברה שהיא טובה יותר מהמוצע. מאידך, אם מכפיל ההון העצמי של החברה נמוך יותר ממכפיל ההון העצמי המקובל בענף, ייתכן ששווי החברה שהתקבל נמוך מדי או לחילופין שמדובר בחברה שהיא הרבה פחות טובה מהמוצע בענף. גם כאן ניתן לקבל אינדיקציה לגבי הערכת השווי ומצבה של החברה הספציפית מול שאר החברות בענף.

**הכתוב הוא יועץ פנימוני מוסמך, מתכנן פיננסי מוסמך (CFP-Certified) לתכנון פיננסי (Financial Planner FPBS - Financial) ומעריך שווי תאגידים מוסמך (Planning Standards Board CFV - Corporate) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), המתמחה בהערכת שווי יתקי סוכן ביטוח, סוכנויות ביטוח וחברות ביטוח. הכותב משמש כיום כאחראי תחום תכנון פיננסי בלשכה ובעבר כיהן כמנכ"ל הלשכה.**