



הערכת שווי
בעסקאות M&A
רו"ח רם לוי

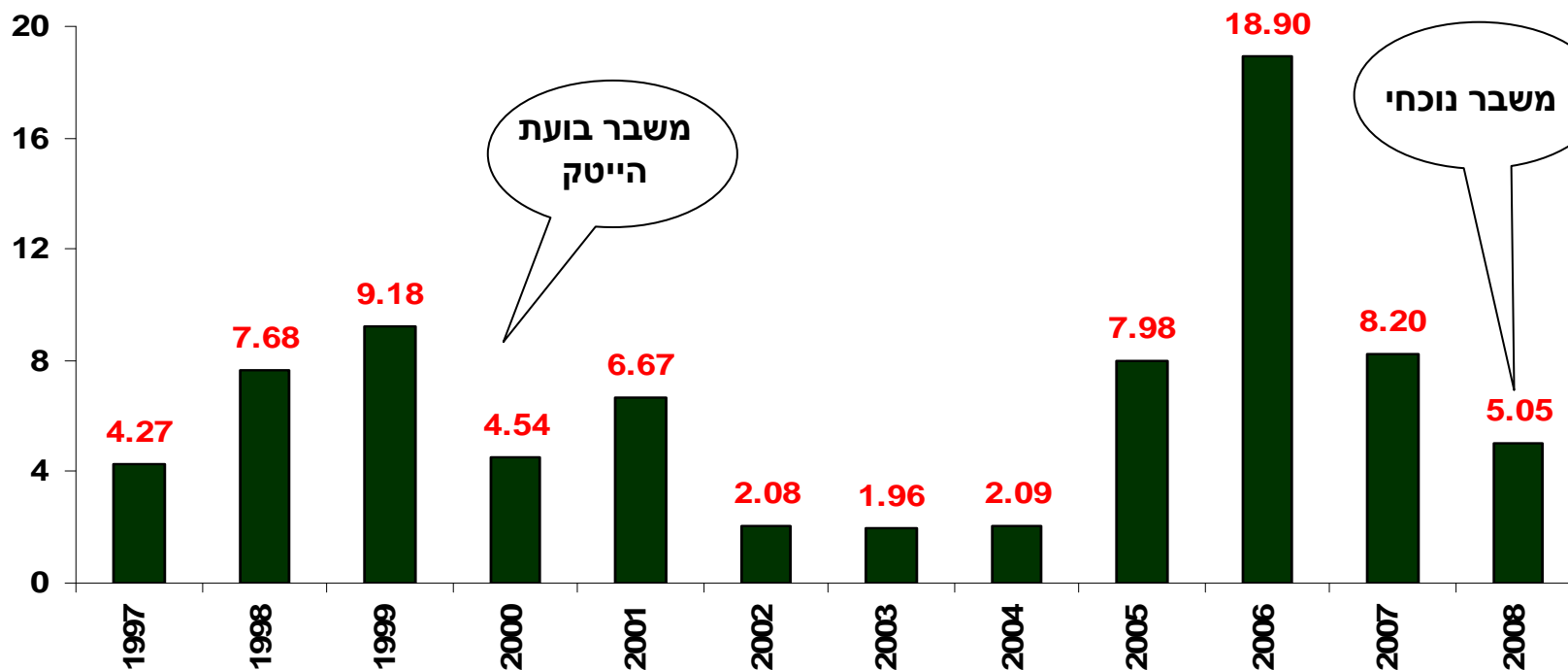
יוני 2009

Variance
Economic Consulting

**האם סימני המשבר הגיעו גם
לעסקאות M&A?**

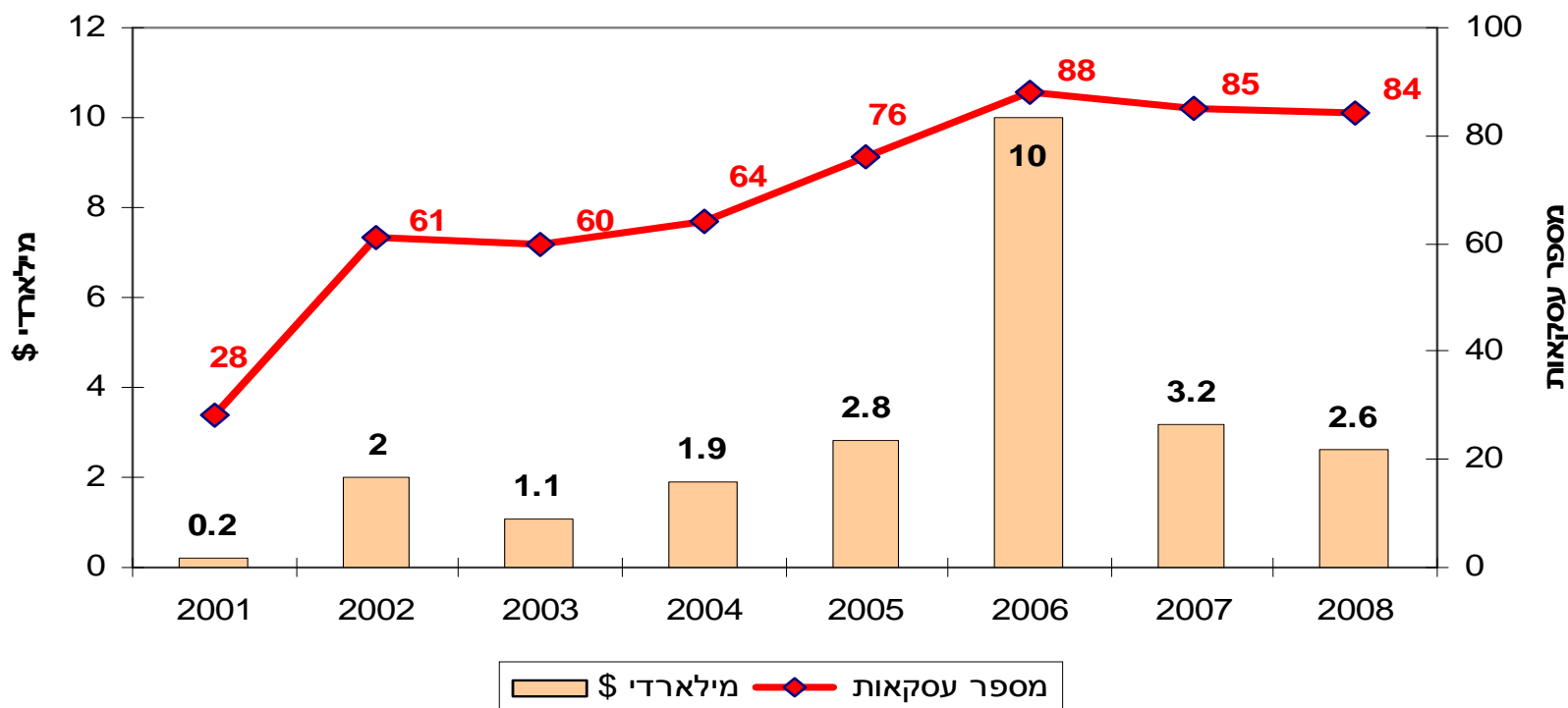
האם צריך יועץ כלכלי בעסקאות M&A?

היקף עסקאות (בינלאומיות ומקומיות) במיליארדי \$:



מקור: התאחדות התעשיינים, Dealogic ו- IVC

היקף עסקאות M&A של חברות הייטק ישראליות

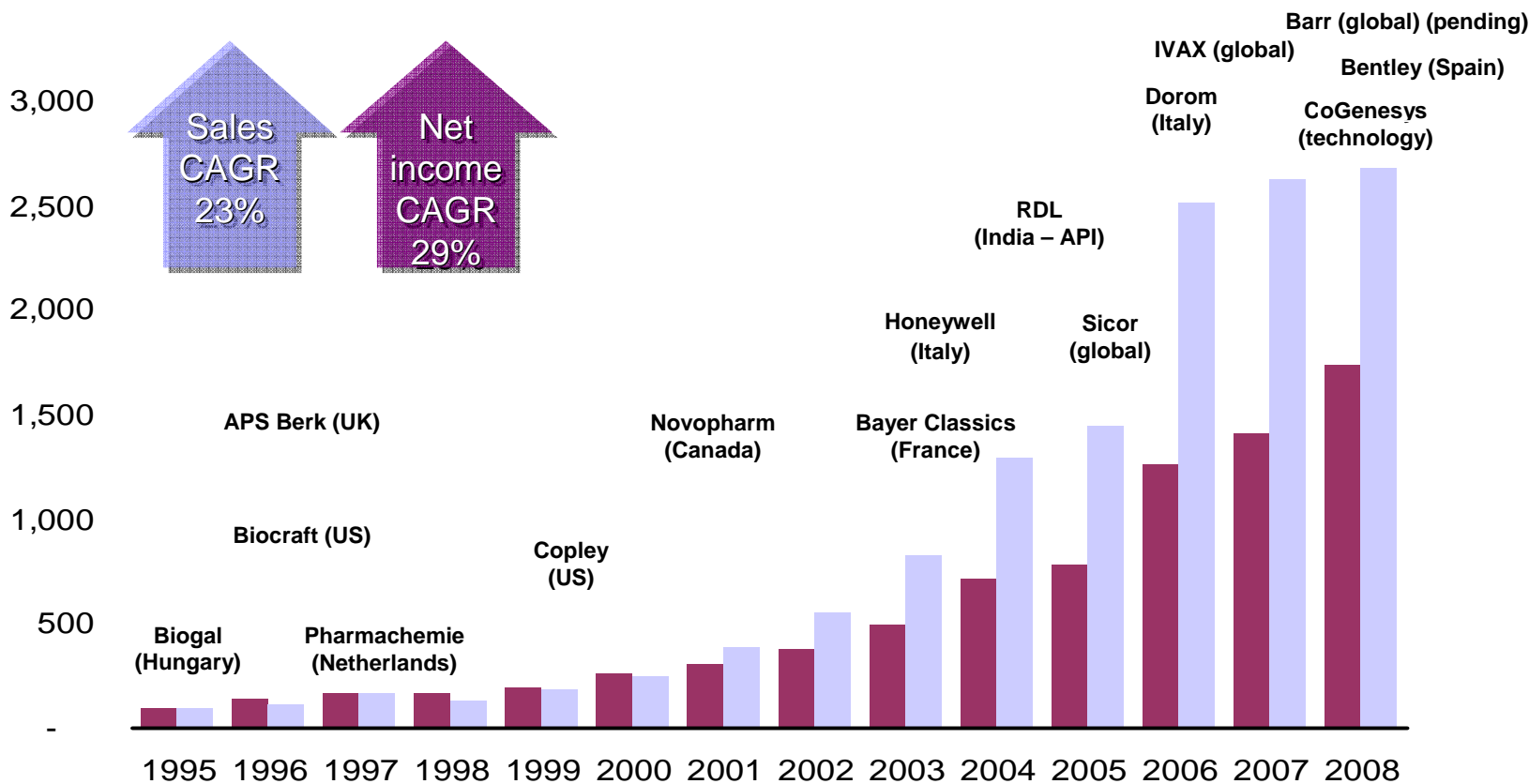


מקור: IVC

Index, 1995 = 100



התפתחות עסקאות רכש של טבע:



מקור: חברת טבע

**מחקרים מצביעים על אחוזי הצלחה
נמוכים של עסקאות M&A...!!**



דוגמאות לרכישות ומיזוגים שנכשלו

- רכישת סקייפ על ידי Ebay –מחיר רכישה: 4.1 מיליארד דולר. מחיקה עד היום: 1.4 מיליארד דולר
- רכישת כרומטיס על ידי לוסנט –מחיר רכישה: 4.5 מיליארד דולר. כעבור פחות משנתיים כרומטיס נסגרה
- רכישת Alteon על ידי נורטל – מחיר רכישה: 7.8 מיליארד דולר. במרץ 2009 נמכרה לרדוור בכ- 18 מיליון דולר

...?





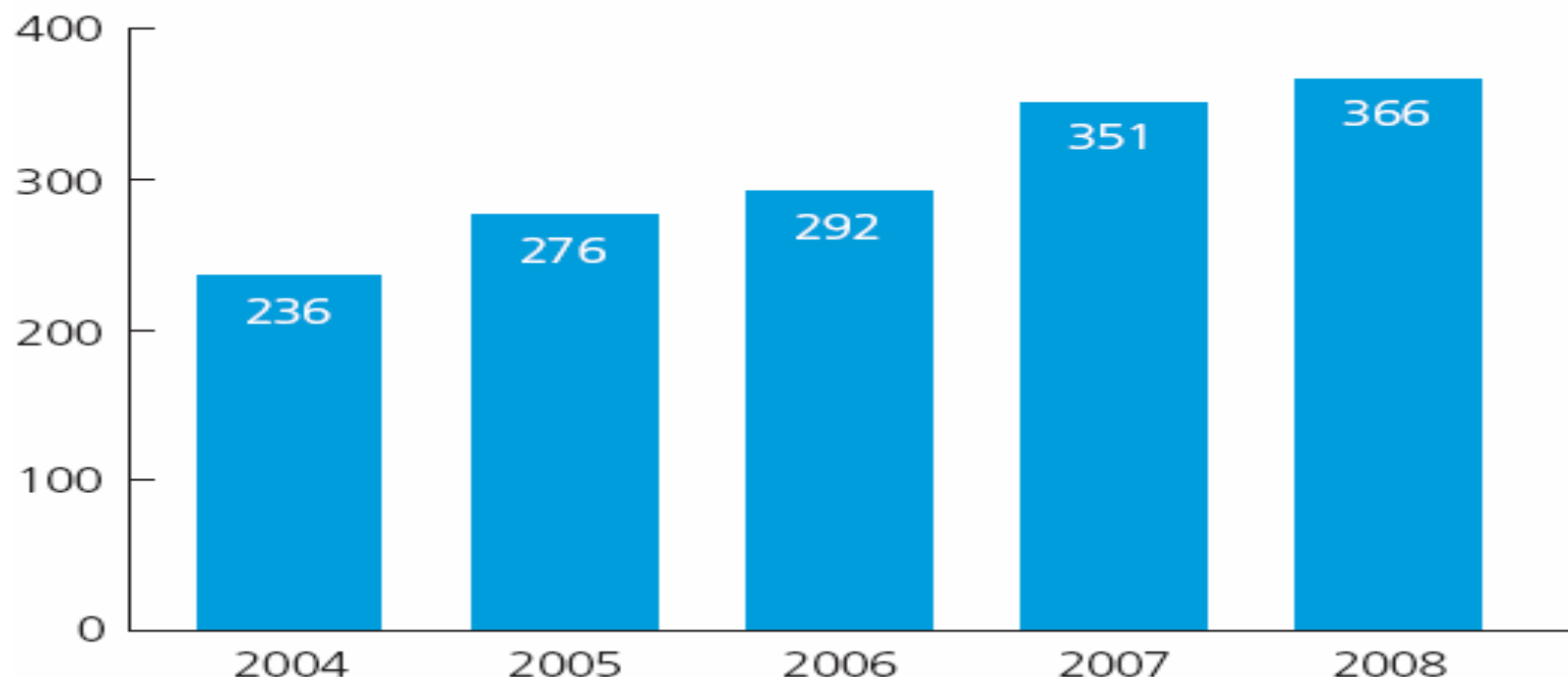
94 מיליון אירו



סעיף שחרור: 200 מיליון אירו (סעיף: "Anti Sheikh")

שווי משתמע עבור הקבוצה: 94-200 מיליון אירו

ריאל מדריד בבעיה...



קצב צמיחת הכנסות יורד, תלות בהכנסות שיווקיות, סיום חוזה ספונסר ראשי, מיצוי רוב ההכנסות מכרטיסים ומנויים

שוויו של רונאלדו עבור ריאל מדריד נאמד בכ-

120 - 150 מיליון אירו



כריסטיאנו רונאלדו שווה כמו:

- 1.8 מיליון מכשירי iPhone



- 5 טיסות הלוך חזור לתחנת החלל הבינלאומית



- ארוחת ביג-מק לכל אוכלוסיית ספרד



הערכת שווי בעסקאות מיזוג

דגשים חשובים

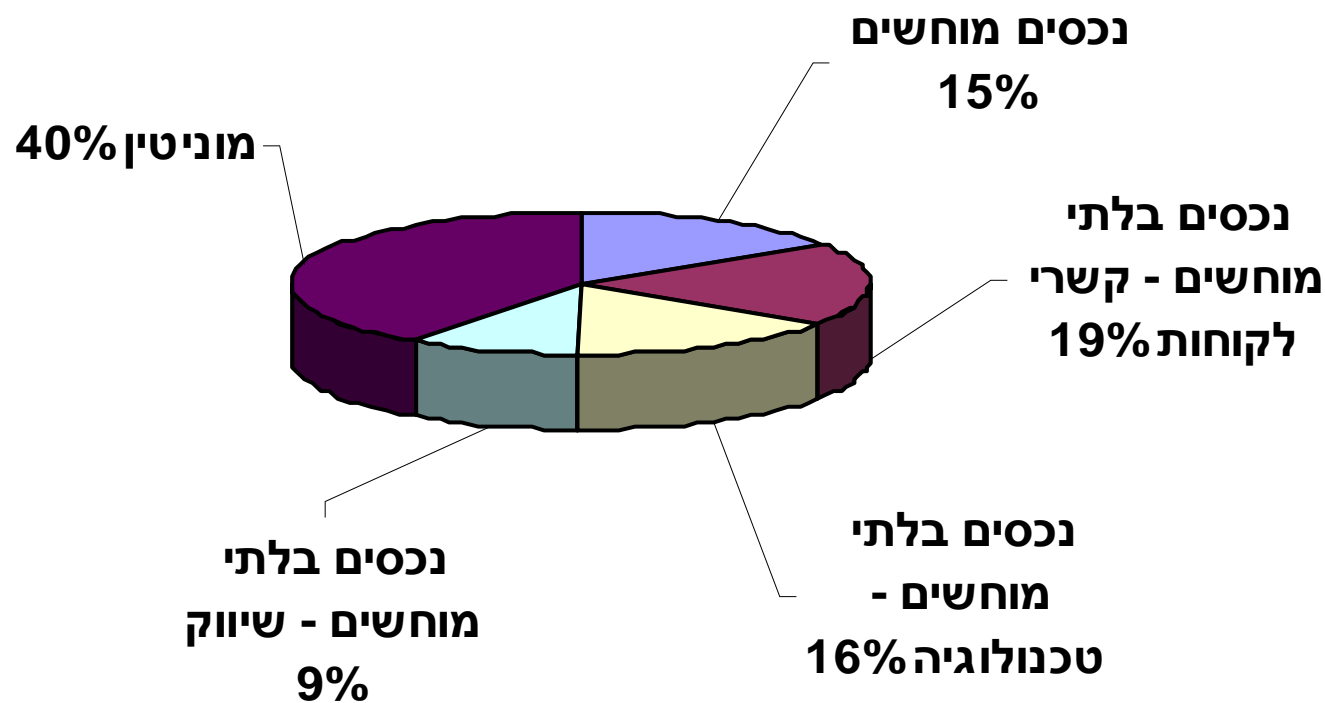
נכסים והתחייבויות מוחשיים

נכסים בלתי מוחשיים

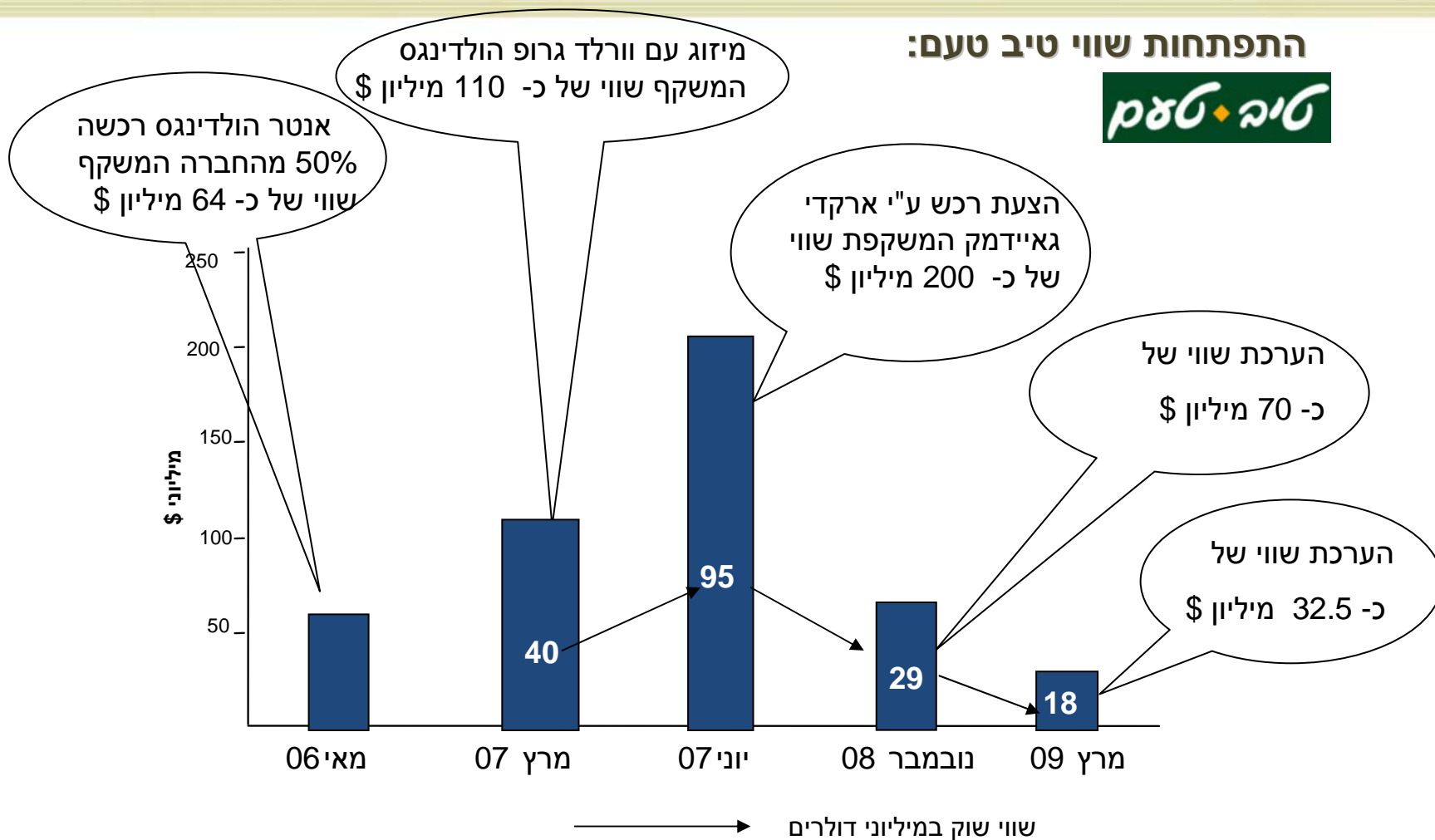
סעיפים חוץ מאזניים

מוניטין (כולל מרכיב הסינרגיה)

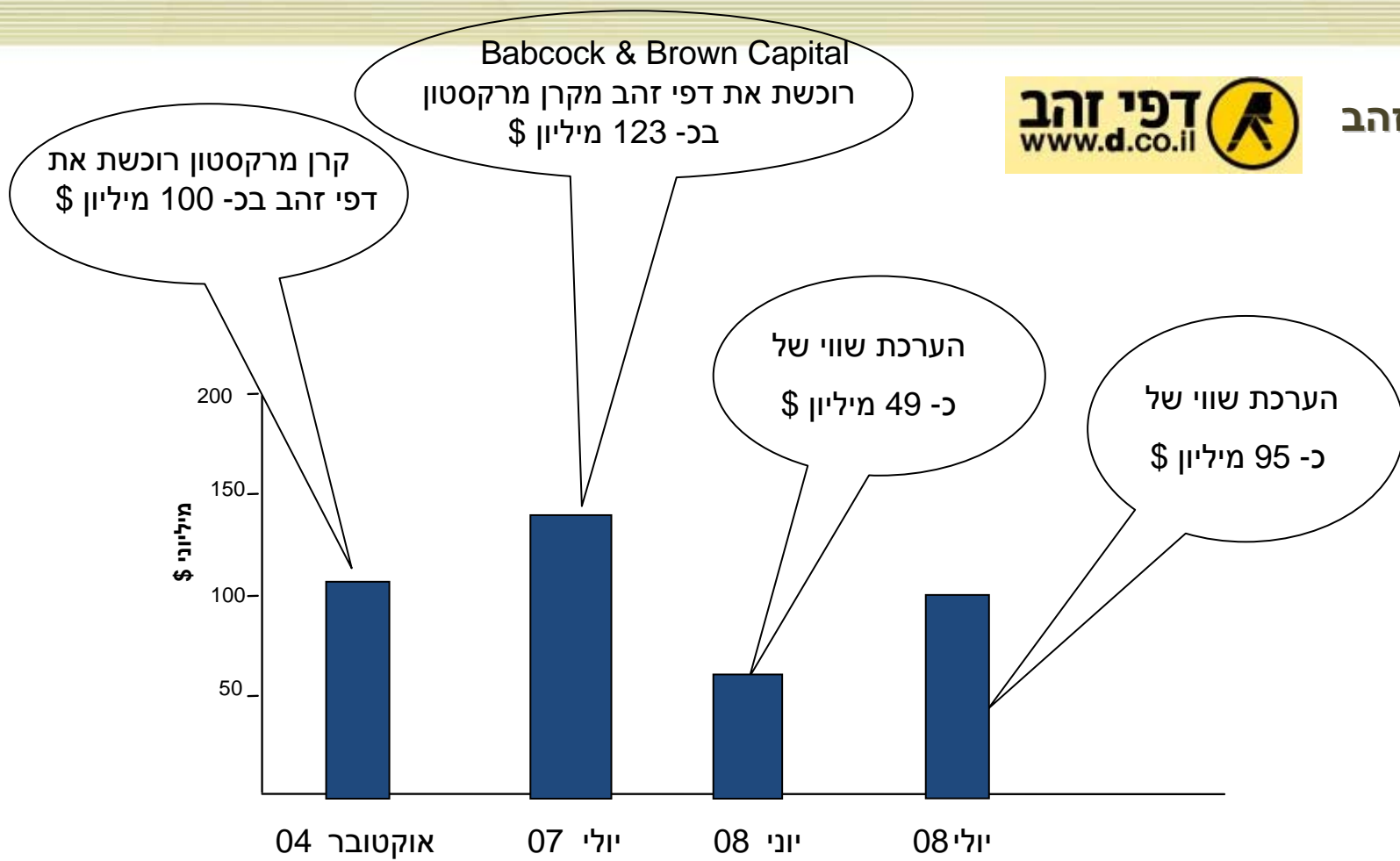
תוצאות עבודות PPA שביצענו בשנים 2007-2009:



התפתחות שווי טיב טעם:



הערכת שווי אינה מדע מדויק



דפי זהב

מקור: עיתונות כלכלית

זמנים חדשים מצריכים "כלים חדשים"

שיטות "מודרניות" להערכת שווי חברות ללא מודל הכנסות מוגדר



טוויטר

- פברואר 2009 – גיוס של 35 מיליון דולר לפי שווי של כ- 230 מיליון דולר
 - אפריל 2009 – הצעות רכש על ידי גוגל ומיקרוסופט לפי שווי של 500 מיליון דולר
 - מאי 2009 - הצעת רכש על ידי אפל לפי שווי של 700 מיליון דולר
- וזאת למרות שלחברה אין מודל עסקי מוגדר והיא אינה מייצרת הכנסות משמעותיות...

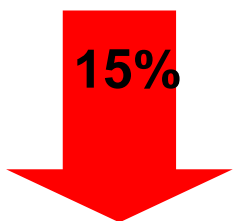
- בעסקאות מיזוג המבוצעות באמצעות החלפת מניות הפוקוס הינו על יחסי המיזוג שנקבעים ולא על השווי של כל חברה בנפרד

דוגמא

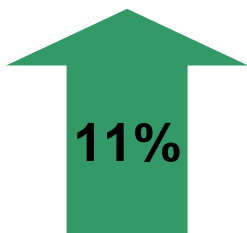
- **facebook** הציעה לרכוש את **twitter** לפי שווי של 500 מיליון דולר

האם השווי הנ"ל משקף...?

האם תגובת השוק לעסקת המיזוג הינה הגיונית?



- 28.06.2006 - מרוול רוכשת את חטיבת התקשורת DSPC מאינטל



- 20.07.2008 - טבע רוכשת את באר

מה הסיבות לשינויים אלו...?

- מעבר לעסקאות מותנות ביצועים:
יעדי רווחיות, יעדי מכירות
- השקעה בשלבים בכפוף לעמידה באבני דרך
(Milestones)

- לקיחה בחשבון של קצב שריפת המזומנים בחברה במצבים שונים (מצבי קיצון)
- הימנעות מהשקעות אשר אינן צפויות להוביל את החברה להשגת אבן דרך משמעותית

סוגי מניות שהונפקו (רגילות, בכורה)

נבחן את שווי הון של חברה A שלאחרונה גייסה \$20 בעזרת הקצאת 10 מניות בכורה במחיר \$2 למניה:

מחיר למניה	סך מניות	מניות בכורה	מניות רגילות	
	90	-	90	לפני הגיוס
\$2	10	10	-	גיוס
\$2	100	10	90	אחרי הגיוס

שווי נאיבי: $100 \text{ מניות} \times \$2 \text{ למניה} = \$200$

אבל... האם זה השווי האמיתי של החברה?

סוגי מניות שהונפקו (רגילות, בכורה)

מניות הן כמו נעליים...

תחשבו על חנות עם מלאי של 90 נעלי "גלי" ו-10 נעלי "גוצ'י":



לכן שווי החברה הנגזר הינו:

$$10X \text{  + 90X \text{  < 200$$



"I married him for his money,
but that was before I found
out about the deficit."

נטייה ללקיחת התחייבויות בערכן המאזני...
תוך התעלמות מהשינויים בתנאי השוק

שערוך התחייבות למועד ההערכה כולל את השלבים הבאים:

- פריסת ההלוואות בהתאם ללוח הסילוקין
- היוון בריבית שוק המגלמת את הסיכון הגלום בהתחייבויות
- התייחסות לביטחונות ספציפיים ושעיבודים (שיעבוד צף, שיעבוד ספציפי)

לעיתים עסקאות נכשלות בגלל התחייבויות חוץ מאזניות

- התחייבויות תלויות
- ערבויות
- אי איחוד של ישויות משפטיות על פי כללי החשבונאות
- נגזרים פיננסיים

הערכת שווי אינה מדע מדויק

הבדל בין סוגי מניות

הערכת שווי של סעיפים חוץ מאזניים

דע מה אתה רוכש

התמודדות עם צורך בהשקעות נוספות

הערכת שווי כלכלי של התחייבויות



THE DECISIVE DIFFERENCE

www.variance.co.il

תודה רבה

