

מאמר מתודולוגי: השקעות הוניות והערכת שווי חברות

כיצד בונים תחזית צמיחה שתהיה עקבית עם היקף ההשקעות ההוניות של החברה?
כיצד משווים בין חברות עתירות השקעות מחזוריות?

ד"ר טל מופקדי וד"ר רועי שלם

אפריל 2017

מבוא – השקעות הוניות ושווי

אסטרטגיית צמיחה של חברה, וההשקעות שהיא דורשת, הן מהגורמים המשפיעים ביותר על השווי הסופי המתקבל עבור החברה ולכן ראוי להקדיש להן תשומת לב מיוחדת, בעת ביצוע הערכת שווי לחברה. חברות נדרשות הן להשקעות שמטרתן לשמור על הקיים (Maintenance Capex), והן להשקעות למטרת צמיחה (Growth Capex).

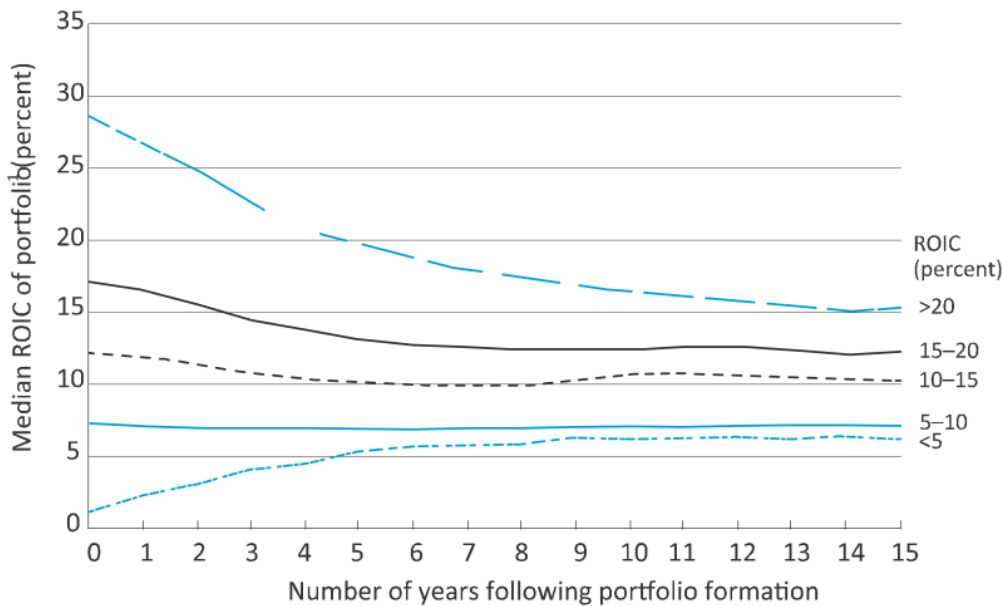
במאמר זה נראה כי תחזית תזרים המזומנים צריכה לשקף את ההשקעות ההוניות, ואת הערך הצפוי בהשקעות הללו. לרוב, תזרים המזומנים של החברה לא יוכל לצמוח לאורך זמן, ללא תמיכה בהשקעות הוניות מתאימות. בהמשך, נראה התאמות שונות שניתן לבצע, על מנת לערוך אנליזה השוואתית נכונה לחברות באותו ענף המאופיינות בהיקפים שונים של השקעות הוניות או בתזמון שונה שלהן.

השימוש ב- ROIC לצורך אנליזת והערכת שווי

התשובה על ההון המושקע (Return on Invested Capital, או בקיצור ROIC) מודדת את שיעור הרווח ביחס להון שהושקע בייצור הרווח. במסגרת מאמר זה, נציג את המונח "תשובה על ההון המושקע", וכן נבחן את המשמעות שלו באנליזה של חברות בענפים עתירי השקעה.

מאז ומתמיד העולם האקדמי היה סקרן בנוגע לגורמים המסייעים לחברות להציג ביצועים עודפים על-פני המתחרות וזן רבות בשאלת ההיתכנות של מצב שכזה על-פני זמן. בפשטות, ניתן להניח שבענפים תחרותיים, התחרות תגרום לכך שהתשובה שמקבלות החברות בענף תהיה כזו שכל הפרויקטים שבהם הן משקיעות יהיו בעלי ערך נוכחי נקי (NPV) השווה לאפס. בענפים המאופיינים בחסמי כניסה גבוהים, בין אם זה ידע, סימן מסחרי, סוד מקצועי, פטנטים או השקעה ראשונית גבוהה במיוחד, סביר לצפות כי חברות ירוויחו רווחים עודפים, גם בסביבה מרובת שחקנים.

ה-ROIC משמש לבחינת התשובה בפועל שעושות ההשקעות שמבצעות החברות. במחקר שביצעה חברת McKinsey בשנת 2004 נאספו נתונים אודות 5,000 חברות לאורך פרק זמן של 40 שנה. החברות חולקו לחמש קבוצות אשר סווגו על-פי התשובה על ההון המושקע שהניבו החברות בקבוצה בתחילת תקופת המדידה. הגרף הבא מתאר את תוצאות הבדיקה שנערכה:



Source: Koller, Tim, Marc Goedhart, and David Wessels. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. Vol. 499. John Wiley and sons, 2010.

מתוצאות המחקר עולות שתי תובנות משמעותיות ביחס לתשואה על ההון המושקע (ROIC) לאורך זמן:

1. התשואה החציונית על ההון המושקע של כל קבוצה הלכה והתקרבה לזו החציונית הכוללת במרוצת השנים, אולם היחסיות בין החברות נשמרה, כלומר בטווח הארוך האיכות נשמרת אך לא באותה הכמות.
2. התשואה החציונית על ההון המושקע הושפעה יותר מסוג הענף בו פועלות החברות מאשר גודלן. למשל: חברות בענפים בעלי חסמי תחרות גבוהים, כדוגמת ענף התרופות נהנו מתשואה גבוהה יותר על ההון המושקע מאשר חברות שפעלו בענפים עם חסמי כניסה נמוכים יחסית.

כל אנליזה או הערכת שווי לחברה מבוססת על הערכות לגבי ביצועיה העתידיים של החברה. על כן, במסגרת הניתוח יש מקום לא מבוטל לשיקול דעת של מעריך השווי, אשר מכניס את הידע שלו והערכתו לגבי ההתנהלות העתידית של הענף ושל החברה. כיוון שבכל הערכת שווי נכללים מרכיבים סובייקטיביים, מתחדד הצורך לבצע להן בדיקות סבירות שונות: בדיקת עקביות התחזיות מול ביצועי החברה בעבר (ההיסטוריה הפיננסית של החברה); בדיקת עקביות מול הנהוג בענף הרלוונטי; ובדיקת עקביות פנימית בתוך מודל הערכת השווי. אחד הכלים ההשוואתיים החשובים ביותר לביצוע בדיקות אלה הוא התשואה על ההון המושקע:¹

1. בעזרת התשואה על ההון המושקע (ROIC) ניתן לבחון את ההיסטוריה הפיננסית של החברה שעליה מבוצעת האנליזה, ובהתאם לזה לבחון האם ה-ROIC ההיסטורי תואם ל-ROIC המשתמע בתחזיות שבוצעות במסגרת האנליזה. כך לדוגמה, אם חוזים שהחברה תציג צמיחה גבוהה בשנות התחזית, היא צריכה להיות מלווה בגידול בהשקעות הוניות ובהון החוזר, שאם לא כך, ה-ROIC יגדל בצורה לא סבירה.
2. ניתן לבחון את ה-ROIC המשתמע של החברה בשנות התחזית ולהשוות אותו לנהוג בענף. כאמור, בסופו של דבר התשואה על ההון הפעיל של חברות בתוך ענף מסוים נוטה להפוך לדומה יותר לאורך זמן, אלא אם כן ישנו יתרון מובנה לאורך זמן אצל חלק מהחברות.
3. גם לאחר שנות התחזית, נצפה שלא יהיה שינוי מהותי ב-ROIC של החברה. על כן, כאשר לוקחים בחשבון שיעור גידול פרמננטי מסוים בתזרים שהחברה מייצרת, יש לקחת בחשבון בתחזית השקעות הוניות והשקעות בהון חוזר, אשר יתמכו בצמיחה זו.

¹ להרחבה נוספת בנושא השימוש ב-ROIC וביצוע הערכות שווי, ראו: ערן בן-חורין, ניר יוסף, טל מופקדי, "המדריך להערכת שווי חברות", הוצאת פרובוק-דיונון www.valuation.co.il

חישוב ה-ROIC

בפועל, התשואה על ההון המושקע מחושבת כדלקמן:

$$ROIC = \frac{\text{רווח תפעולי נקי בסוף השנה}}{\text{ערך בספרים של ההון המושקע בתחילת השנה}}$$

בנוסחת ה-ROIC, במכנה, נמצא ההון המושקע של החברה. בפשטות, ההון המושקע הוא סך הרכוש הקבוע של החברה בתוספת ההון החוזר שלה:²

$$\text{הון מושקע} = \text{רוח חוזר תפעולי} + \text{רכוש קבוע}$$

מאחר שה-ROIC הוא אינדיקטור חשבונאי, והוא עושה שימוש (במכנה) בערך בספרים של ההון המושקע, ולא בערכי השוק.

יש לשים לב שהמונה הוא הרווח התפעולי הנקי ולא הרווח הנקי, כלומר הרווח שהחברה מייצרת בהתעלם מהשאלה כיצד היא ממומנת. התשואה על ההון המושקע מודדת את ההחזר שנוצר לכלל סוגי ההון, קרי ספקי ההון הזר (בעלי החוב) וכן ההון העצמי אשר הושקעו בפעילות החברה. ישנן שתי דרכים לחישוב הרווח התפעולי הנקי:

1. הראשונה היא להשתמש ברווחים המדווחים בדוחות הכספיים לפני ריבית ומיסים (EBIT) ולהתאים מספר זה לחבות המס:

$$\text{After tax Operating Income} = EBIT (1 - tax)$$

2. הדרך השנייה היא להתחיל מהרווח הנקי המדווח, להוסיף את הוצאות הריבית ולהוריד פריטים שאינם תפעוליים:

$$\text{After tax Operating Income} =$$

$$= \text{Net Income} + \text{Interest Expenses} (1 - tax) - \text{Non operating income} (1 - tax)$$

בחישוב זה אנו מתחילים ישירות ברווח הנקי וההחזרה של הוצאות הריבית והכנסות לא תפעוליות נטו ממיסים.

דגשים מיוחדים:

1. חשוב לשים לב שכיוון שאנו בוחנים תשואה תפעולית, אין להכניס לחישוב ההון המושקע מזומנים ושווי ערך מזומנים (ובכלל נכסים פיננסיים עודפים). הסיבה לכך נובעת מניסיון לייצר עקביות עם השימוש ברווחים התפעוליים היות והכנסות הריבית ממזומנים אינן חלק מהרווחים התפעוליים. בנוסף, השוואה בין חברות נעשית קלה יותר שכן היא בוחנת את הרווח ביחס לנכסים התפעוליים ולא הנכסים הפיננסיים של החברה.
2. בעת חישוב הרווח מפעילות במונה, יש לשים לב לחישוב יציב של הרווח, כלומר חשוב לנטרל אירועים חשבונאיים חד-פעמיים, אשר אינם צפויים לחזור על עצמם ואינם מייצגים נכונה כלכלית את הטווח הארוך מבחינת החברה. דוגמאות לכך הן הוצאות בגין תביעות חריגות, שאינן חלק ממהלך העסקים הרגיל; ירידות ערך שונות, לרבות של מוניטין; רווחי/הפסדי הון או רווחי שיערוך; הוצאות חד-פעמיות; שינויים מבניים; רווחים חריגים; וכיו"ב.
3. בנוסף, יש לשים לב לעובדה שעבור חברות גדולות בעלות רווחים שונים ממגזרי פעילות שונים יש להפריד את המגזרים השונים עד לקבלת הון מושקע ורווח מכל פעילות בנפרד שכן יתכן והתשואה על ההון שהושקע בפעילות אחת תניב תשואה גבוהה יותר מפעילות אחרת בתוך החברה.
4. בעת חישוב ההון המושקע במכנה, יש לשים לב לערך הספרים של הרכוש הקבוע ולהבדלים הקיימים בין סוגי הרכוש הקבוע בחברה. בנוסף, יש לשים לב להבדלי העיתוי בין הפחת הכלכלי לפחת החשבונאי שכן הבדלי עיתוי אלו יכולים ליצור השוואה שגויה בין חברות שונות.

² לעיתים יש לקחת בחשבון גם את הנכסים הבלתי מוחשיים התפעוליים של החברה. דיון בנושא זה חורג ממסגרת מאמר זה.

השימוש במכפילים בחברות עתירות השקעות מחזוריות

רבות נכתב על המגבלות של שימוש בגישת המכפילים לצורך הערכת שווי. רבות הבעיות נובעות בעיקר מאי-רלוונטיות חברות ההשוואה, הביצועים הפיננסיים שלהם והתלות של גישת המכפילים בהנחות כלכליות שונות. ההנחות העיקריות הן יעילות שוקי הון ושיעורי צמיחה ורווחיות זהים בין החברות השונות.

למרות הבעייתיות הרבה, עדיין משתמשים רבות בפרקטיקה במכפילים בכדי לקבל סדר גודל ותיקוף לעבודות מפורטות שנעשות בנייתו שווי החברות. הסיבה העיקרית לכך שמכפילים עדיין נפוצים כל כך בפרקטיקה היא קלות החישוב והשימוש המהיר בגישה זו. בפרט, במרבית המקרים שיטת המכפילים קלה בהרבה ליישום מהיוון תזרימי מזומנים.

במסגרת מאמר זה נתעלם ממרבית המגבלות הידועות בגישת המכפילים, אך נרצה לדון בנקודה ספציפית המקשה על יישום גישה זו בחברות עתירות השקעות, כגון חברות תעשייתיות וחברות טלקום, והיא הבדלים ניכרים בהיקף או בתזמון ההשקעות ההוניות בין החברות המוערכות לבין חברות ההשוואה.

דוגמה #1 – הבדלים בתזמון ההשקעה

נניח שאנחנו בוחנים שתי חברות זהות לחלוטין. שתי החברות מוכרות לאותם לקוחות, הן מחזיקות 50% מהשוק כל אחת והן לא צפויות לשנות את נתחי השוק הללו בטווח הארוך. לחברות אין פעילויות נוספות ואף שיעור המינוף שלהן זהה.

בשוק בו פועלות החברות, נדרשת השקעה גדולה ברכוש קבוע כל חמש שנים. לשם פשטות נניח שההשקעה אינה משתנה בערכה ושהיא מופחתת במלואה בשיטת הקו הישר על פני חמש שנים. ההבדל היחיד בין החברות הוא שחברה א' ביצעה את ההשקעה לפני שנה וחברה ב' צפויה לבצע את ההשקעה בשנה הבאה.

כיצד ייראה דוח רווח והפסד של שתי החברות? התשובה הפשוטה היא שהדוח יהיה זהה בין שתי החברות!

מאידך, ברור לכל שהערך התפעולי (enterprise value) של החברה שביצעה את ההשקעה לפני שנה (חברה א') הינו גבוה יותר מזה של החברה הצפויה לבצע את ההשקעה בשנה הקרובה. הסיבה הפשוטה היא שההשקעה הקרובה שצריכה לבצע חברה ב' מגלמת, בערך נוכחי, עלויות תזרימיות גבוהות יותר אשר יבואו לידי ביטוי בשווי נמוך יותר.

בשוק זה, מאידך, מי שיבצע הערכת שווי בגישת המכפילים, יעריך ביתר את שווייה של חברה ב' ביחס לשווייה של חברה א'. חשוב לציין שהטיה זו נכונה גם למי שיבצע הערכת שווי בגישת מכפיל ה-EBITDA וגם למי שיבצע הערכת שווי בגישת מכפיל ה-EBIT.

אז מה עושים?

הדרך להתמודד עם הבעיה המתוארת לעיל נובעת מההבנה שבשוק שבו החברות אינן הבעלים של הרכוש הקבוע שלהן אלא שוכרות/חוכרות אותו – לא היינו נתקלים בבעיה זו. בכדי להתמודד עם בעיות ההשוואה בין חברות שלהן השקעה מחזורית שלא מתואמת, יש לחשב, כתנאי מקדים, את "שווה הערך השנתי" של ההשקעה המחזורית.

שווה הערך השנתי הוא הערך השנתי הקבוע שיש לשלם בכל שנה אשר יהיה שקול בערך נוכחי להשקעה החד-פעמית שיש לבצע. למעשה, התשלום הקבוע שאנו משלמים לבנק בכל חודש כאשר אנו לוקחים משכנתא, מהווה את "שווה הערך החודשי" בלקיחת ההלוואה. שווה הערך השנתי מגלם בתוכו את עלות הנכס, אורך חייו והריבית האלטרנטיבית.

לדוגמה, אילו בכל חמש שנים על החברה להשקיע 10 מיליון ש"ח אשר ישרתו אותה למשך של 5 שנים, כאשר מחיר ההון של החברה (הריבית האלטרנטיבית) היא 12% נקבל:

$$10M = \frac{EAV}{12\%} \left[1 - \frac{1}{(1+12\%)^5} \right] \Rightarrow EAV = 2.774M$$

כלומר, תשלום שנתי של 2.774 מיליוני ש"ח בכל שנה שקולים להשקעה חד-פעמית של 10 מיליון ש"ח בכל שנה, כאשר הריבית השנתית היא 12%.

כעת, תחת ההבנה שחברה שהשקיעה לפני שנה רכשה למעשה פטור לארבע השנים הבאות מתשלום זה ושחברה שבעוד שנה צריכה לבצע השקעה זו למעשה בעלת פטור לשנה אחת בלבד מתשלום זה נקבל:

$$PV^x(FCF \text{ no capex}) - PV(EAV, 4 \text{ years}) = PV^2(FCF \text{ no capex}) - PV(EAV, 1 \text{ year})$$

ומכאן אנו למדים ששימוש בגישת המכפילים במקרה זה תניב לנו הטייה בגודל הערך הנוכחי של הפרש שווה הערך השנתי. בדוגמה לעיל, מדובר בערך נוכחי של שלוש שנות שווה ערך שנתי.

דוגמה #2 – הבדלים בהיקף ההשקעה

נניח, שוב, שאנחנו בוחנים שתי חברות זהות לחלוטין, אשר מוכרות לאותם לקוחות, ומחזיקות 50% מהשוק כל אחת. שוב, נניח שלחברות אין פעילויות נוספות, ואף שיעור המינוף שלהן זהה. נניח שהחברות היו זהות לחלוטין עד לאחרונה, לרבות היקף נכסיהן, אלא שבסוף השנה האחרונה חברה א' ביצעה השקעות הוניות גדולות מאוד, שעוד לא באו לידי ביטוי בהבדלים בתזרים התפעולי שלה ביחס לחברה ב'. כלומר, בדוגמה זו נניח שההבדל בין החברות אינו רק תזמון ההשקעות, אלא היקפן.

גם הפעם דוח רווח והפסד של שתי החברות יהיה זהה בין שתי החברות. אף הבדלים בפחת לא נראה, מאחר, שכאמור, הנחנו שההשקעה בוצעה בסוף השנה.

מאידך, סביר שנכסיה העודפים של חברה א' ייצרו לה תזרים מזומנים עודף על זה שצפוי לחברה ב'. כלומר, אם נרצה ליישם גישת המכפילים לביצוע הערכת שווי, נצטרך לקחת בחשבון שהרווח או התזרים, שעליו נרצה להפעיל את המכפיל, אינו מייצג עבור חברה א'.

אז מה עושים?

על מנת לתקן את הערכת השווי של חברה א', נצטרך להעריך מה השווי הכלכלי של ההשקעות ההוניות שביצעה. גישה אפשרית אחת היא להניח שאותן השקעות מייצרות תשואה השווה בדיוק לשיעור ההיוון המתאים לחברה זו, כלומר שהשווי הנקי של ההשקעות הללו הוא אפס. כלומר, טכנית, על מנת לבצע את התיקון, עלינו להוסיף לשווי של חברה א', שהתקבל בשיטת המכפילים, את שווי ההשקעות ההוניות. ניתן לחשוב על תיקון זה כאילו הוא מבטל את ההשקעה ההונית שבוצעה בפועל, על מנת להתאים לרווח או לתזרים שנלקח בחשבון בשיטת המכפילים.

שיטה זו סבירה בעיקר בענפים שהם ישנה כניסה חופשית של חברות ותחרות עזה. בענפים מסוג זה אכן סביר שההשקעות צפויות להיות כאלו שהן בדיוק בעלות ערך נוכחי נקי (NPV) ששווה לאפס. אילו הערך הנוכחי הנקי היה גבוה מאפס, ההנחה היא שהמון חברות אחרות היו מבצעות בעצמן השקעות דומות, עד שהערך הנוכחי הנקי של ההשקעה היה הופך לאפס. אילו הערך הנוכחי הנקי היה נמוך מאפס, ההנחה היא שהחברה הייתה נמנעת מלבצע אותן. לכן, ההנחה הסבירה היא שהערך הנוכחי הנקי של ההשקעות ההוניות שביצעה חברה א' הינו אפס.

כאשר הענף אינו ענף בעל תחרות עזה וכניסה חופשית, סביר יותר שההשקעה שביצעה חברה א' תניב תשואה דומה לשאר ההון המושקע של חברה א', או לחילופין, במידה ולחברה א' אין יתרון שנותן לה תשואה עודפת על פני הענף – נניח שהיא תניב תשואה דומה לתשואה הנהוגה בענף.

נמחיש כעת כיצד ניתן ליישם את התיקון שמניח שההשקעות שביצעה חברה א' יניבו לה תשואה דומה לתשואה שמניב שאר ההון המושקע של חברה א': נניח ששימוש בשיטת המכפילים, ללא התאמות נוספות, גרר שווי של 3 מיליון ₪ לחברה א'. נניח שלפני ההשקעות האחרונות שביצעה, ההון המושקע שלה היה 1.5 מיליון ₪, ואילו ההשקעות שביצעה השנה הגדילו אותו ב- 0.5 מיליון ₪. מכאן, ששווי החברה לאחר התיקון הוא 4 מיליון ₪ לפי החישוב הבא:

$$V = \frac{0.5M+1.5M}{1.5M} 3M = 4M$$

נציין, בהקשר של דוגמה זו, שישנן סיטואציות בהן דווקא מכפיל ה- EBITDA יהווה אמצעי השוואה טוב יותר ממכפיל רווח תפעולי. כאשר הוצאות הפחת ההיסטוריות של חברה המוערכת על ידינו אינן מהוות

אינדיקציה טובה להשקעות עתידיות שיידרשו ממנה, אנו נעדיף לנטרל אותן מהרווח שבו נשתמש להעריך את שווייה, על ידי שימוש במכפיל ה- EBITDA.

סיכום ומסקנות

התשובה על ההון המושקע (ROIC) היא אחד המדדים החשובים ביותר לאנליזה של חברות. ההון המושקע בפעילות הוא זה שמאפשר לחברה לייצר, בסופו של דבר, את המזומנים. שימורו וההשקעות שמגדילות אותו הן אלו שתומכות בצמיחה העתידית של החברה, ולרוב לא ניתן לצמוח ללא השקעות הוניות מתאימות.

במאמר זה בחנו כיצד יש לבצע התאמות שונות בהערכות שווי, על מנת לקחת בחשבון את ההשקעות ההוניות שביצעו החברות, ואלו שהן עוד צפויות לבצע, כאשר החברות באותו ענף המאופיינות בהיקפים שונים של השקעות הוניות או בתזמון שונה שלהן. הצורך בהתאמות מסוג זה ברור, משום שהערכות שווי צריכות לתת ביטוי לכך שחברות מסוימות ביצעו היקפים גדולים יותר של השקעות הוניות או הקדימו השקעות הוניות נדרשות, ביחס לחברות שלא ביצעו זאת.

ד"ר טל מופקדי וד"ר רועי שלם הם שותפים מייסדים בחברת נומריקס ייעוץ כלכלי ומימוני (www.numerics.co.il), מרצים למימון ולכלכלה ומומחים להערכות שווי.