

# הוועידה המרכזית - מיזוגים ורכישות

## הערכות שווי בעסקאות M&A

רו"ח שלומי ברטוב  
מנכ"ל פאהן קנה יועצים בע"מ Grant Thornton Israel

דצמבר 2011

## תוכן העניינים

1. הערכות שווי בעסקאות M&A

2. איך ניתן להרוויח ב - M&A לפני האקזיט

3. הערכות שווי - היבטים אקטואליים



# דלק רוכשת את כהן פיתוח

## כלכליסט

### קבוצת דלק תרשום רווח של 2.4-2.9 מיליארד שקל מרכישת השליטה בכהן פיתוח

קבוצת דלק רכשה 51.9% ממניות השליטה בכהן פיתוח תמורת 275 מיליון שקל ועם הרכישה היא תכיר בשליטה בשותפות אבנר לפי שווי השוק שלה; רכישת המניות תתבצע לפי שווי של 530 מיליון שקל - גבוה ב-47% משווי השוק בבורסה; בכך נפתחת בידי קבוצת דלק אפשרות לשלם דיבידנד ענק לבעלי המניות ובכללם יצחק תשובה שיוכל לשלם לבעלי האג"ח של החברה האחות - דלק נדל"ן

ליאור גוטמן

11:08 ,01.12.11

10 תגובות

עמוד 3



# 1. הערכות שווי בעסקאות M&A



# שיטות עיקריות קלאסיות להערכת שווי חברות

## מודלים של השווי הנכסי (NAV)

שווי השוק של כל נכסי החברה בניכוי שווי השוק של התחייבויותיה. השיטה מתאימה בעיקר להערכת שווי חברות נדל"ן, בנקים, חברות אחזקה

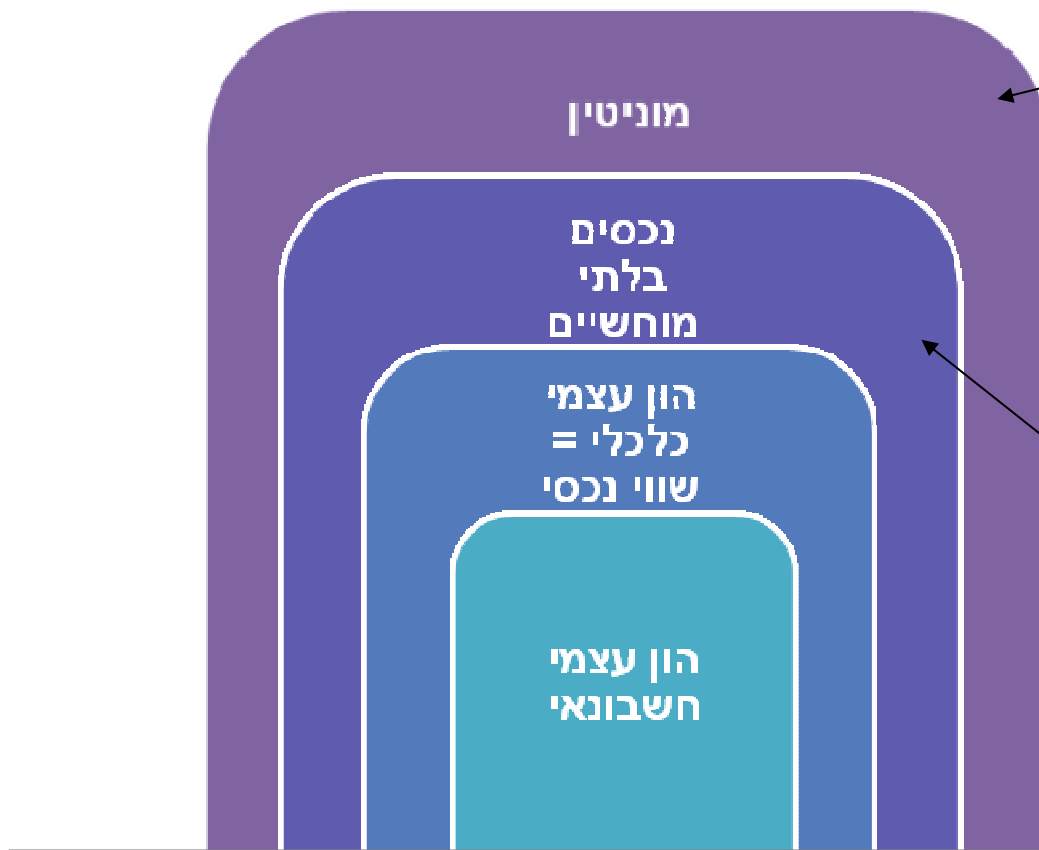
## שיטת המכפיל

הפעלת מכפילים נבחרים על נתוני ביצוע עיקריים (כגון: רווח נקי, רווח תפעולי, EBITDA, מכירות, הון עצמי) ויחסים נבחרים משוק ההון של קבוצת חברות דומות על נתונים תואמים בחברה המוערכת.

## מודלים של היוון זרמי מזומנים (DCF)

הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים של החברה. זוהי השיטה המדויקת ביותר והנכונה ביותר מתודולוגית.

# היררכיית שווי החברה



**מוניטין**  
= יכולת החברה להפיק רווחים מנכסיה, מעבר לרווחים המקובלים בשוק

**נכסים בלתי מוחשיים**  
מותגים, קשרי לקוחות, ידע, טכנולוגיה, הסכמי אי תחרות ועוד

# שיטת המכפיל

הרעיון המרכזי שעומד מאחורי שיטת המכפיל:

חברות דומות  
נסחרות במכפילים דומים



# S&P 500 PE Ratio



עמוד 8



# מכפיל ה- EBITDA

מכפיל ה- EBITDA X EBITDA = שווי פעילות

(התחייבויות פיננסיות נטו)

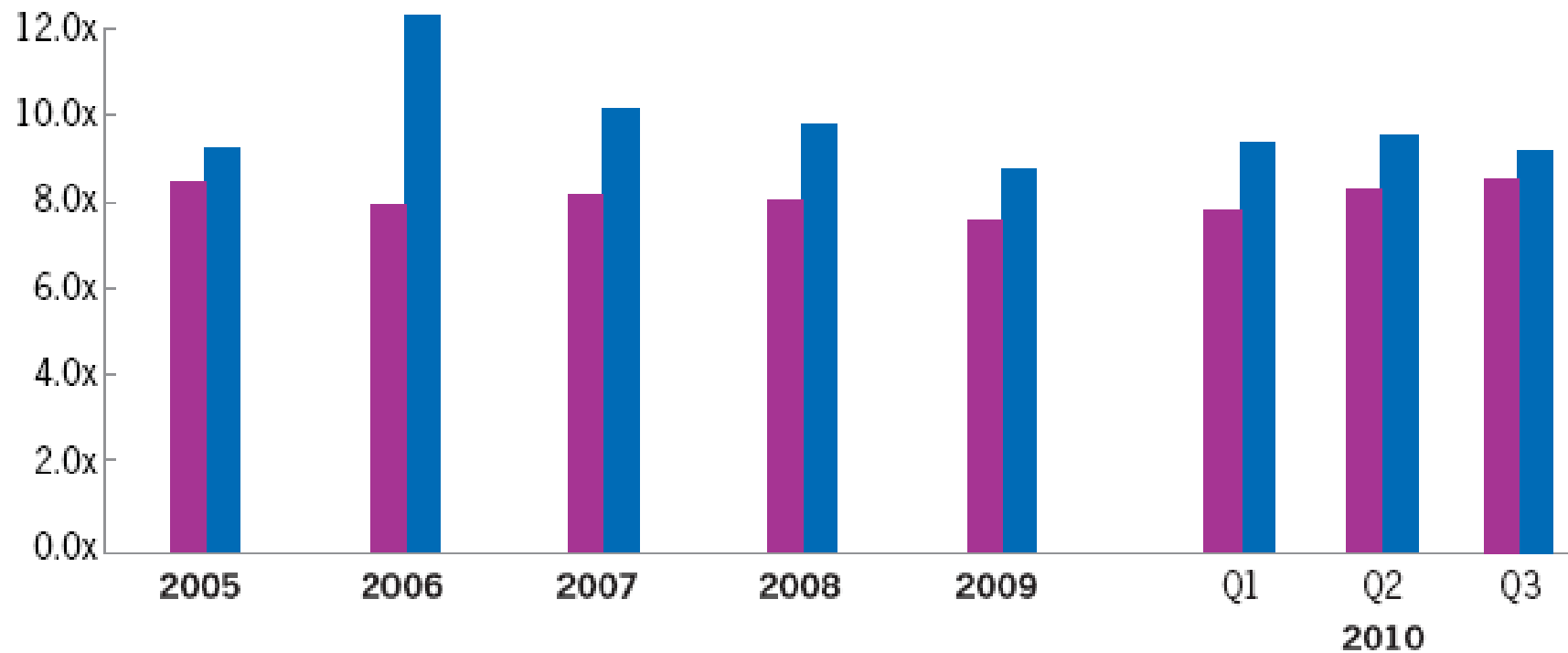
שווי הון מניות

EBITDA - Earning Before Interest Tax Depreciation  
and Amortization

# מכפילי EV/EBITDA בעסקאות בארה"ב

● Under \$500M    ● \$500M+

Enterprise value to EBITDA



Sources: GTCF research; certain information taken from Capital IQ Inc.

# שיטת היוון תזרימי מזומנים (DCF)

- בניתוח היוון תזרימי מזומנים, שווי הפעילות או העסק מתייחס לשווי סך הנכסים המופעלים, הממומנים על-ידי הון עצמי והון זר.
- שווי העסק הנו הערך הנוכחי של תזרים המזומנים הפנוי, הבלתי ממונף, המיוצר **בתקופת התחזית** בתוספת הערך הנוכחי של החברה בסוף התקופה (**Terminal Value**).
- לסכום זה יש **להוסיף** נכסים עודפים.
- בכדי לגזור את שווי ההון העצמי **נפחית** את עודף החוב על מזומנים.
- ההנחה הבסיסית ביסוד הניתוח היא כי החברה הנה עסק חי (**Ongoing Concern**).

# שיטת היוון תזרימי מזומנים (DCF)

XX

תזרים מזומנים מהוון בשנות התחזית

XX

הערך הנוכחי בסוף תקופת התחזית (Terminal Value)

XX

שווי פעילות - EV

XX

נכסים עודפים

(XX)

התחייבויות פיננסיות, נטו

XX

שווי הון עצמי

## שווי במיזוג

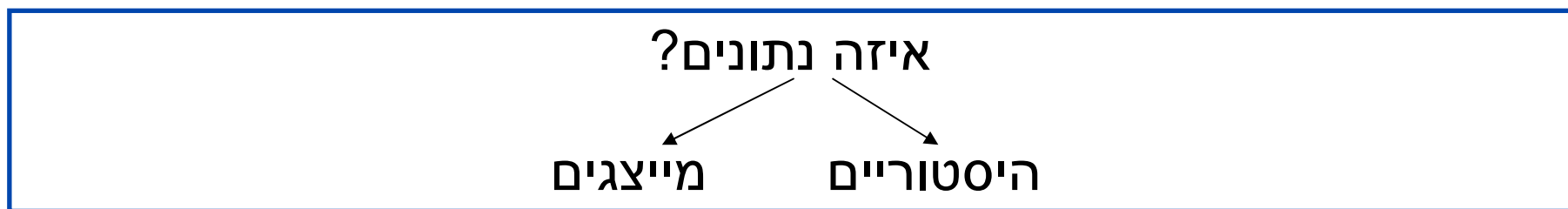
שווי יחסי

הערכת שווי עפ"י אחת  
משיטות ההערכה המקובלות  
(DCF, מכפיל, שווי נכסי)

# יחסי שווי במיזוג





יחסי <u>שווי</u> V	הערכת <u>שווי</u> V	דיוק אובייקטיביות
--------------------------	---------------------------	----------------------

- יחס הכנסות
- יחס רווח נקי
- יחס היקף הנכסים
- יחס הון עצמי
- יחס שווי בורסה (אם יש)



התוצאה הסופית מצביעה על יחסי שווי ולא על שווי הוגן מוחלט

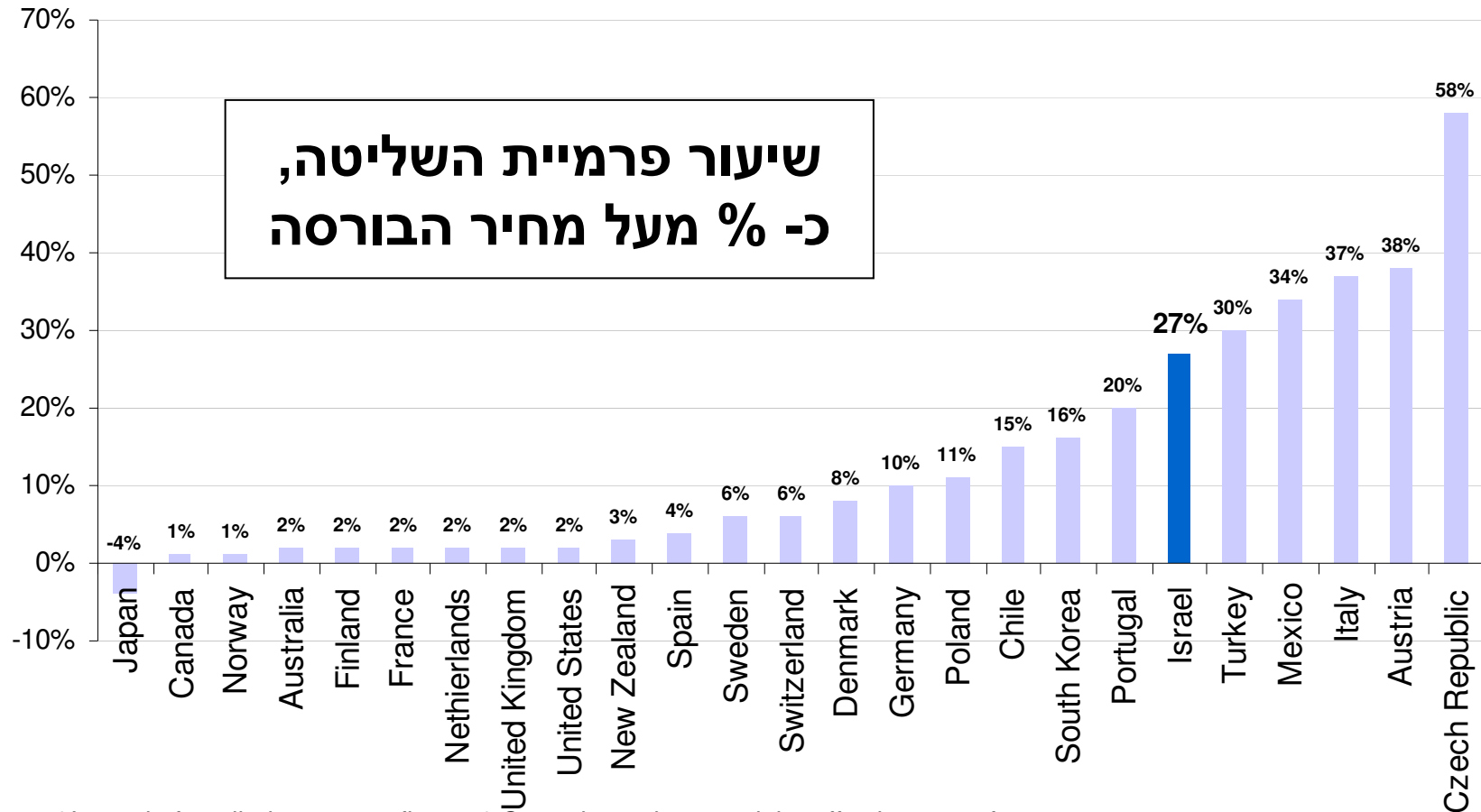
# יחסי שווי במיזוג - אם קוקה קולה ופפסיקו היו מתמזגות

משקל <u>Pepsico</u>	משקל <u>Coca Cola</u>	סה"כ	חברת <u>Pepsico</u>	חברת <u>Coca Cola</u>	במיליארדי \$
					
50%	50%	16.8	8.3	8.4	רווח תפעולי (2010)
35%	65%	18.1	6.3	11.8	רווח נקי (2010)
48%	52%	141.1	68.2	72.9	היקף הנכסים (31.12.10)
<u>41%</u>	<u>59%</u>	52.3	21.3	31.0	הון עצמי (31.12.10)
<b>43%</b>	<b>57%</b>				<b>ממוצע פשוט (*)</b>
40%	60%	251.3	100.5	150.8	שווי בורסה (4.12.2011)

מסקנה: הבעלים הנוכחיים של קוקה קולה יקבלו 57% מהמניות של החברה הממוזגת והבעלים הנוכחיים של פפסיקו יקבלו 43% מהון המניות של החברה הממוזגת. לעומת זאת, שווי בורסה מביא ליחס של 60% לקוקה קולה ו- 40% לפפסיקו.

- **הגדרה:** פרמיית שליטה מוגדרת כמחיר עודף אשר שולם על המניות המכילות שליטה, בהשוואה למחיר המניות שאינן מקנות שליטה (במקרה של חברות ציבוריות - שווי בורסאי).
- המשמעות ה"חיובית" - ניווט החברה, התווית דרכה העסקית וניהול יעיל. ◀
- המשמעות ה"שלילית" - צריכת שכר וטובות הנאה. ◀
- סינרגיזם לעסקים אחרים. ◀
- **מחקרים** רבים מצאו באופן מובהק כי **לשליטה קיים ערך חיובי**.

# שיעור פרמיית השליטה בחלק ממדינות ה-OECD



מקור: (Journal of applied corporate finance) Control premiums and the effectiveness of corporate governance systems. ועיבודי פארן קנה יועצים.

## מחקרים ונתונים אמפיריים על שיעור פרמיית השליטה

- כימות שווי השליטה כרוך **בהערכות סובייקטיביות** ובאי וודאות רבה, מאחר שהוא כורך יחדיו נושאים רבים השלובים זה בזה, ביניהם: **שווי החברה, מבנה הבעלות, שינויים ניהוליים, אסטרטגיים וסינרגטיים** המוכתבים על ידי בעל השליטה החדש. שינויים אלו הינם סובייקטיביים וייחודיים לכל עסקה.
- מכאן **שיש קושי להעריך את שווי השליטה.**

שיעור פרמיית השליטה המקובל בישראל הינו בטווח של  
כ- 10% - 20%.

# סוגי פרמיות נוספים וסיכונים בעסקאות M&A

- **פרמיית אי סחירות (DLOM)** - למשל, בעת מיזוג של חברה פרטית וחברה ציבורית.
- **פרמיית קוטן (Size Premium)** - ככל שחברה קטנה יותר, הפרמיה תהינה גבוהה יותר
- **סיכונים ספציפיים:**
  - **תלות בלקוח/ספק בודד** - רלוונטי בעיקר בחברות פרטיות קטנות, אך לעיתים גם בחברות גדולות. יוצרת סיכון נוסף המתבטא בנטישה אפשרית של לקוח/ספק.
  - חשיפה **לתביעות**.
  - **תלות באיש מפתח** - יוצרת חשיפה מעזיבתו של איש המפתח.

### 3. איך ניתן להרוויח ב-M&A לפני האקזיט



# לוסנט רוכשת את כרומטיס ב-4.8 מיליארד \$

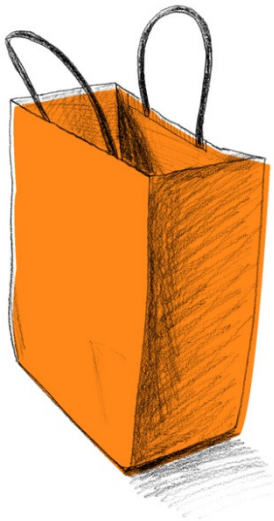


עמוד 21



# מה אנחנו קונים?

- נכסים מוחשיים
- נכסים בלתי מוחשיים
- סינרגיה
- מוניטין



בחברות ציבוריות עסקאות רכישה  
מקבלות ביטוי בשווי ההוגן בתום הרבעון  
שבו העסקה התבצעה (PPA).

# האם צריך לחכות ל EXIT כדי להרוויח?

## רווחי שערורך ברכישה בשלבים

### דוגמא להמחשה:

תאריך	% נרכש (מהון המניות)	% אחזקה (מהון המניות)	תמורה (מיליוני ש"ח)	שווי (מיליוני ש"ח)
1.1.06	30%	30%	120	400
31.12.10	30%	60%	300	1,000

רווח משערורך ב- 31.12.2010:

$$30\% \times (1,000 - 400) = 180$$

מיליון ש"ח

# מתוך דוח מיידוי של קבוצת דלק (1/12/2011)

## עסקה לרכישת מניות השליטה בכהן פיתוח ומבני תעשייה בע"מ



### הנדון: עסקה לרכישת מניות השליטה בכהן פיתוח ומבני תעשייה בע"מ

בהמשך לדוח המיידוי מיום 23 בנובמבר 2011 (מסי אסמכתא 2011-01-335760) החברה מתכבדת להודיע בזאת כי ביום 30 בנובמבר 2011 נחתם הסכם לרכישת מלוא אחזקותיהן של משפחות כהן ותדמור בכהן פיתוח ומבני תעשייה בע"מ (להלן: "כהן פיתוח"), המהוות כ-51.9% מהון המניות המונפק והנפרע של כהן פיתוח (3,417,738 מניות רגילות של כהן פיתוח).

בתמורה למניות הנמכרות תשלם החברה למוכרים במועדים המפורטים להלן ובכפוף להעברת הבעלות ורישום כל המניות הנמכרות על שם החברה, סך כולל של 275 מיליון ש"ח (המשקף סכום של 80.46 ש"ח לכל מניה נמכרת).

יצוין כי, ערב השלמת העסקה מחזיקה הקבוצה בשרשור בכ- 50.3% מיחידות ההשתתפות של שותפות אבנר וטיפלה בהשקעה זו בדוחותיה הכספיים בהתאם לשיטת השווי המאזני בשל השליטה המשותפת שהייתה ערב העסקה בחברת אבנר. עם השלמת העסקה וכתוצאה מהשגת שליטה לראשונה בחברת אבנר, ולכן בעקיפין גם בשותפות אבנר, תחל החברה לאחד בדוחותיה הכספיים את שותפות אבנר חלף הצגתה לפי שיטת השווי המאזני. בנוסף, לאור כללי החשבונאות לגבי רכישת שליטה בשלבים תידרש החברה למדוד את יתרת ההשקעה בשותפות אבנר בהתאם לשווי השוק שלה במועד השלמת העסקה. הפער שבין שווי השוק לבין הערך הפנקסני של שותפות אבנר נאמד, בשלב זה, בטווח של 2.4-2.9 מיליארד ש"ח והוא ייזקף כרווח לדוח רווח והפסד במועד השלמת העסקה.



## 4. הערכות שווי - היבטים אקטואליים



# המחאה החברתית והשפעתה על M&A

- **העלאת שיעור מס חברות -** ביום 30 באוקטובר 2011 אישרה הממשלה את פרק המיסוי בדו"ח ועדת טרכטנברג. אחד השינויים העיקריים שיחולו משנת 2012 הינו עצירת מתווה ההפחתה של שיעורי מס הכנסה ליחידים ומתווה של שיעורי מס החברות לתאגידי שנקבעו בחוק ההתייעלות הכלכלית, כך **שהחל משנת 2012 מס החברות יעלה ל- 25%** (במקום המתווה של הורדת שיעור המס ל- 18% עד 2016). ◀



## מיזוגים ורכישות בראי פקודת מס הכנסה

- לצורך קבלת **פטור ממס בעת ביצוע מיזוג**, כמתאפשר במסגרת הוראת סעיף 103 לפקודת מס הכנסה, נדרשת עמידה בתנאים העיקריים הבאים:
  - הגבלת יכולת המכירה של רוב הנכסים שהועברו אל הקולטת ורוב הנכסים שהיו בה למשך תקופה של שנתיים, וכן של הזכויות שהתקבלו בידי בעלי המניות בעקבות המיזוג;
  - בחברה הקולטת נמשכת בפעילות הכלכלית העיקרית שהייתה בכל אחת מן החברות המתמזגות טרם המיזוג;
  - **שווי השוק של כל אחת מהחברות המשתתפות במיזוג לא יעלה על פי 4 משווי השוק של חברה אחרת המשתתפת במיזוג, והכול נכון למועד ביצוע המיזוג (במקרים מיוחדים יותר יחס של 1:9).**

# מיזוגים ורכישות בראי פקודת מס הכנסה (המשך)

סעיף 2 לכללי מס הכנסה (בקשה לאישור מראש לתכנית מיזוג),  
התשנ"ה - 1995, המונה רשימת דרישות בעת הגשת בקשה למיזוג  
לרשויות המס, קובעת בין היתר כי **נדרשות הערכות מומחה** של  
שווי המבקשת והזכויות בה למועד המיזוג או למועד הגשת הבקשה  
(כמוקדם), לרבות פירוט העובדות, החישובים ודרכי הניתוח  
המהווים בסיס לאותן הערכות שווי.

לעניין זה "**מומחה**" מי שעיסוקו ומומחיותו בהערכת שווים של  
תאגידיים ונכסים, ואינו קשור במישרין או בעקיפין למבקשת, ואינו  
נותן לה שירות דרך קבע.

# תובנות ונקודות חשובות נוספות

הערכת שווי בעסקת M&A צריכה לקחת בחשבון כל אחד מהמרכיבים הבאים:

- **היבט עסקי** - שווי כלכלי, שווי יחסי, הבדלי סיכון.
- **היבט חשבונאי** - רישום רווחים/הפסדים, גילוי הערכת שווי מהותית, PPA, עבודת ירידת ערך, חשיפה לחברות ציבוריות.
- **היבט מיסוי** - יחסי שווי במיזוג, יכולת הפחתה של נכסים.

## צפי לעלייה במיזוגים ורכישות של חברות ישראליות במהלך 2012.

- יישום המלצות **ועדת הריכוזיות**:
  - צמצום **פירמידות שליטה ושינויים מבנים בהן** עשוי להוביל לעלייה במספר עסקאות ה-M&A בישראל.
  - מגמות בשוק המקומי צפויות לעודד את החברות הישראליות להסתכל **כלפי חוץ**, ולאתר הזדמנויות רכישה טובות בחו"ל, במיוחד באירופה, הסובלת ממשבר מתמשך.
- יש לבצע את המהלך באופן **מושכל ומסודר**, בכדי שהטמעת החברה הנרכשת לא תוביל לזעזועים גדולים מדי לרוכשת בעקבות הגידול בהיקף הפעילות, ושהמהלך ישיג את מטרתו



Fahn Kanne

Grant Thornton

אנו עומדים לרשותכם למתן הבהרות נוספות

רו"ח שלומי ברטוב

מנכ"ל פאהן קנה יועצים בע"מ Grant Thornton Israel

Shlomi.Bartov@il.gt.com | www.gtfk.co.il | 03-7111690