



תחזית פיננסית להערכת שווי חברה - חלום או מציאות

צמיחה, האמנם?

האם ניתן לחזות ולתכנן את הביצועים העסקיים של חברה בשוק דינמי ומשתנה? האם ניתן לחזות צמיחה לשנתיים או לעשר שנים? מה שבטוח הוא שיש לבחון את הצלחותיה העסקיות של חברה בעבר ולהקיש מכך על העתיד

<< מאת ניצנה עדוי

צמיחה בשנתיים, בחמש או בעשר השנים הבאות?

האם ניתן לחזות ולתכנן את הביצועים העסקיים של חברה בשוק דינמי ומשתנה? האם ניתן לחזות צמיחה לשנתיים או לעשר שנים? מה שבטוח הוא שיש לבחון את הצלחותיה העסקיות של חברה בעבר ולהקיש מכך על העתיד

"פעם החיים היו פשוטים..." - הערכת שווי של חברה התבססה על אומדן שוויים הכולל של נכסיה. אולם, גישה זו אותגרה לא אחת על רקע השאלה: אם שווי חברה זהה לסך כל נכסיה מהו הרציונל התומך בהמשך פעילותה? מה גם שמנקודת מבט של משקיע, האחזקה במניות חברה כרוכה בסיכון רב מהאחזקה בנכסים מוחשיים. עם השנים התפתחה גישה הרואה בחברה גוף חי, אשר במהלך חייו נושם ומתפתח, ובשאיפה - גם משביח. ראייה זו הובילה לגישה המקובלת כיום, המתמקדת בפוטנציאל הגלום בחברה, ומתבטאת בהערכת שווי חברה על בסיס היוון תזרים המזומנים העתידי. דהיינו, תזרים המזומנים שהחברה צפויה להניב במהלך כל שנות פעילותה. כימות הפוטנציאל לתזרים מזומנים עתידי אמור לשקף את התועלת הכלכלית למשקיע בחברה, כאשר פעולת ההיוון אמורה לשקף הן את מרכיב הזמן, דהיינו - עיתוי סכומי המזומנים שהחברה עתידה להניב, והן את מרכיב הסיכון או אי-הוודאות ביצירת סכומים אלה.

על-מנת לענות על שאלה זו יש לבחון את המקור לקצב הצמיחה בעבר, אם נבע מאירועים ו/או מצבים

יצרן נעליים
אירופאי שחי
במאה ה-18 החליט
לשלוח שני אנשי
שיווק לאפריקה
עלימנת לבחון את
פוטנציאל שוק
הנעליים שם. חזר
הראשון ואמר: אין
כל פוטנציאל -
כולם שם הולכים
יחפים! חזר
השני ואמר: יש
פוטנציאל עצום -
כולם שם הולכים
יחפים!...

30.000 \$

20.000 \$

10.000 \$

500

100



בנק לאומי מגייס בוגרי כלכלה וניהול באו!פ ויכשיר אותם כיועצים פיננסיים

הכשרה לקראת בחינות הרשות לניירות ערך ויאפשר להם לעשות בבנק את הסטאז' הנדרש על פי התקנות, סטאז' שלאחריו הם ישובצו בתפקידי ייעוץ פנסיוני או ייעוץ השקעות.

משה גת, איש בנק לאומי, הסביר: "האוניברסיטה הפתוחה איננה האוניברסיטה היחידה שאת בוגריה אנחנו רוצים לראות בין עובדי בל", אבל היא אחת המעטות שאליהן פנינו ביוזמתנו בעניין זה.

"הפניה אל ציבור הסטודנטים של האו"פ היא פניה המתבקשת מאליה, גם משום גודלה המספרי של אוכלוסיית הסטודנטים באו"פ – אבל גם משום שברובם אנשים עובדים, שכבר בשלב זה של הלימודים נושא התעסוקה מעסיק אותם.

"חוץ מזה, משכה אותנו לכאן גם איכות החומר האנושי. ידוע שקשה ללמוד באוניברסיטה הפתוחה ומי שמצליח להתגבר על הקושי הכרוך בלימודים האלה – הדבר בהחלט מדבר בזכותו".

אחד הממדים הברורים להצלחתה האקדמית של אוניברסיטה היא המידה שבה מצליחים בוגריה למצוא את מקומם בשוק העבודה, או באיזו מידה מבטיחים הלימודים ורמתם השתלבות מהירה וקלה בשוק העבודה.

ארוע שאורגן במשותף על ידי דיקנט הסטודנטים באו"פ, המחלקה לניהול ולכלכלה באו"פ ובנק לאומי לישראל יכול להעיד על האטרקטיביות המיוחדת של בוגרי האו"פ בעיני גופים ומוסדות כלכליים במשק.

בנק לאומי – הנערך לכניסה לתחום הפנסיוני – עורך מבצעי גיוס של בוגרי כלכלה וניהול של אוניברסיטאות שונות. בארוע הסגוני, שעורר כצפוי עניין רב בקרב הסטודנטים, הציג בל"ל את כוונתו לגייס כמאה מבוגרי האוניברסיטה פתוחה לתפקידי ייעוץ פנסיוני וייעוץ השקעות. לדברי אנשי הבנק, יגויסו גם סטודנטים העומדים בפני סיום לימודיהם.

בנק לאומי יעניק לבוגרים מלגת לימודים, יאפשר להם להתקבל לבנק כעובדים מן המניין, יעניק להם

פוטנציאל, כולם שם הולכים יחפים!", חזר השני ואמר: "יש פוטנציאל עצום, כולם שם הולכים יחפים!" ניתוח העבר דרוש לא על-מנת "מה שהיה הוא שיהיה" אלא על-מנת להקיש ממנו על העתיד. קל להתפתות לשיטות עבודה מהירות ופשוטות, ולהציג לכאורה ניתוח המתבסס על עובדות וכלים אובייקטיביים – התוצאות העסקיות של חברה המבטאות במספרים.

בניית תחזית פיננסית אינה מדע מדויק

אולם דפדוף מהיר בספרי ההיסטוריה יעיד על נפילה של עסקים גדולים, ולמולם – צמיחה מטאורית של חברות יזמיות קטנות.

יותר מכך, בעוד שמרבית הערכות השווי מבוצעות בעבור חברות קיימות ופעילות הרי שתכניות עסקיות, הנשענות אף הן על תחזית פיננסית, מבוצעות פעמים רבות על-מנת לבחון ולהציג את כדאיות ההשקעה במיזמים חדשים או בחברות חדשות. מובן שבמקרה זה יש רק הווה ועתיד...

בניית תחזית פיננסית לביצועים העסקיים של חברה אינה מדע מדויק. לכן, על-מנת לקבל אינדיקציה לגבי רמת הסיכון או אי-הוודאות הגלומים בתחזית, רצוי לבנות מספר תרחישים אפשריים על בסיס הניתוח העסקי. למשל, לצורך הערכת בנק בישראל כיום יהא זה בחוכמה לבנות תרחיש לפיו הבנקים יורשו להיכנס לתחום הייעוץ הפנסיוני מידית, מול תרחיש לפיו הבנקים יאלצו לסגת מתכניותיהם בתחום. זאת על רקע "ועדת בכר" והרפורמה בשוק ההון ולאור השינויים בעמדות הגוף המפקח. במקביל מומלץ לבנות ניתוחי רגישות שימחישו עד כמה הערכת השווי של החברה רגישה לשינוי בהנחות שביסוד התחזית הפיננסית, למשל: מה יהיה השינוי בשווי הבנק אם מחיר השירות בפועל יהא נמוך או גבוה מזה הנקוב בתחזית הפיננסית.

לכן, הניתוח העסקי והניתוח הפיננסי שלובים זה בזה, והתבססות על אחד מהשניים כמוה כראיית מחצית מהתמונה. החוזק של תחזית פיננסית נעוץ בטיב הניתוח המקדים, וככל שהניתוח יהיה איכותי יותר כך יגדל הסיכוי שהתחזית הפיננסית תשקף לא רק חלום אלא גם מציאות.

1. גישה זו מכונה DCF – Discount Cash Flow
2. Weaknesses, Opportunities, Threats, Strength
3. Porter M.E.: Competitive Strategy

שיחזרו על עצמם בעתיד או לא.

ראשית, יש לבחון את סביבת המקרו: רמת הפעילות הכלכלית במשק, שינויי ריבית, שינויי שער חליפין וכו'. נושא חשוב נוסף הנו הסביבה הפוליטית שכן לשינויים בחוקי הממשלה ובתקנות (רגולציה) עשויה להיות השלכה מהותית על פעילות החברה, ודי להיזכר במהפך שחל עם פתיחת שוק התקשורת לתחרות כאשר מחירי השיחות הבין-לאומיות ירדו ב-70%!

שנית, יש לנתח את פעילות החברה בענף: האם קצב הצמיחה משקף את מיקומה של החברה על עקומת מחזור חיי המוצר? האם החברה מפתחת מוצר חדש שיחליף את המוצר הנוכחי כשכוכבו ידעך? האם הביקוש למוצר יגדל או אולי להפך – יקטן? האם מתחרים חדשים בוחנים כניסה לשוק או שאולי מתחרים קיימים מבקשים לצאת מפעילותם בתחום?

הניתוח העסקי משלב יכולת אנליטית באומנות

מענה על שאלות אלה ועוד רבות אחרות דורש ניתוח עסקי או אסטרטגי במקביל לניתוח הפיננסי. ניתוח כזה יכול להישען על תאוריות מתחום האסטרטגיה העסקית כמו מודל SWOT² או מודל התחרות הג'נרית שפותחה על-ידי פרופ' מייקל פורטר.³ מודל SWOT הנו מודל לניתוח ותכנון אסטרטגיה עסקית על-ידי קביעת היתרון התחרותי של החברה על בסיס החזקות והחולשות שלה מול ההזדמנויות והאיומים בסביבה העסקית בה היא פועלת. המודל שפותח על-ידי פרופ' פורטר משמש לניתוח הענפי תוך הצגת ארבע אסטרטגיות ג'נריות להצלחה של חברה: יתרון בעלויות ביחס לכל הענף, יתרון בעלויות ביחס לנישה בענף, יצירת בידול ביחס לכל הענף, יצירת בידול ביחס לנישה בענף.

אולם, בעוד הכלים הפיננסיים מחייבים ידע ומיומנות, הניתוח העסקי משלב יכולת אנליטית באומנות. שכן אותה סיטואציה עסקית יכולה להתפרש באופן שונה ואף הפוך על-ידי פרטים שונים.

יותר מכך, גם אם קיימת הסכמה לגבי פרשנות האירועים והשתקפותם בתוצאות העסקיות בעבר, הסקת המסקנות לעתיד עדיין יכולה להיות שונה מהותית מפרט אחד למשנהו. למשל, שמעתי פעם אנקדוטה על יצרן נעליים אירופאי שחי במאה ה-18 והחליט לשלוח שני אנשי שיווק לאפריקה על-מנת לבחון את פוטנציאל שוק הנעליים שם. חזר הראשון ואמר: "אין כל

גישה הרואה בחברה גוף חי, שבמהלך חייו נוסח ומתפתח, ובשאיפה גם משכיח - התפתחה לאורך השנים. ראייה זו הובילה לגישה המקובלת כיום, המתמקדת בפוטנציאל הגלום בחברה, ומתבטאת בהערכת שווי חברה על בסיס היות תזרים המזומנים העתידי