



מתודולוגיה לבדיקות פגימה (Impairment) למוניטין

מאת: רועי פולניצר

מבוא

קביעת שווי הוגן בעת בדיקות פגימה (Impairment) לנכסים, לרבות מוניטין מבוצעות מדי תקופה על מנת לקבוע האם חלה ירידת ערך לנכסי החברה, כפי שנקבעו בתקן חשבונאות ישראלי מספר 15, בתקן חשבונאי בינלאומי IAS36 ובתקני חשבונאות אמריקאיים ASC350 (לשעבר SFAS142) ו- ASC360 (לשעבר SFAS144).

ירידת ערך נכסים

בהתאם לתקן דיווח כספי בין לאומי IFRS 3 – Business Combinations, נכס בלתי מוחשי בעל אורך חיים שימושיים בלתי מוגדר אינו מופחת באופן שיטתי. במקום זאת דורש IFRS 3 כי תבוצע בחינת ירידת ערך מידי שנה, או בכל עת שקיים סימן המעיד על כך שנפגם ערכו של הנכס הבלתי מוחשי. בחינה לירידת ערכו של נכס בלתי מוחשי, לרבות מוניטין, תעשה בהתאם להוראות תקן חשבונאות בין לאומי IAS 36 – Impairment of Assets ותקן ישראלי מספר 15 – ירידת ערך נכסים על ידי השוואת הערך בספרים של הנכס לסכום בר ההשבה שלו, המחייבים להכיר בהפסד מיידי בכל עת שהסכום בר ההשבה של נכס נמוך מערכו בספרים.

IAS 36 קובע כי במקרים בהם נכס בודד אינו מניב תזרימי מזומנים באופן בלתי תלוי מתזרימי מזומנים הנובעים מנכסים אחרים, ירידת הערך בגין אותו נכס לא תבחן במישור של הנכס הבודד אלא במישור של היחידה המניבה מזומנים (CGU- Cash Generating Unit) שאליה שייך הנכס. CGU הינה היחידה הקטנה ביותר של נכסים, המכילה את הנכס ומניבה תזרימי מזומנים חיוביים משימוש מתמשך אשר הינם בלתי תלויים בעיקרם בנכסים אחרים.

לפיכך, בבחינת ירידת ערך מוניטין יש להקצות תחילה את המוניטין הנרכש בצירוף העסקים ל- CGU נפרדות או לקבוצה של CGU, אשר צפויה להפיק הטבות כתוצאה מהסינרגיה של צירוף עסקים. לאחר מכן יש לבחון את ירידת הערך של המוניטין על ידי השוואת הערך בספרים של ה- CGU, לרבות המוניטין הנרכש, לסכום בר ההשבה שלה. סכום בר השבה הינו השווי ההוגן של ה- CGU בניכוי עלויות מכירה או שווי השימוש בה, הגבוה מבניהם.



שווי הוגן בניכוי עלויות מכירה (מקובל לאמוד עלויות מכירה נורמטיביות בשיעור של כ- 1% מהשווי ההוגן הנאמד), הינו הסכום שניתן לקבל ממכירת נכס בעסקה בתום לב שבין קונה מרצון למוכר מרצון ויכול להיקבע בהתאם להסכם מכירה מחייב, מחיר שוק פעיל או באמצעות אומדן אחר. שווי מימוש הינו הערך הנוכחי של אומדן תזרימי המזומנים העתידיים הצפויים לנבוע משימוש מתמשך ב- CGU. הן השווי ההוגן והן שווי השימוש משקפים את ערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים הצפויים מהנכס אולם, בעוד ששווי ההוגן בניכוי עלויות המכירה נאמד מנקודת ראות Market Participant, נאמד שווי השימוש מנקודת ראות Buyer Specific, בהנחה של התנהגות סבירה של הנהלה רציונלית.

בהתאם IAS 36 לעיתים אין זה אפשרי לקבוע את השווי ההוגן, בניכוי עלויות מכירה, מכיוון שלא קיים בסיס לאומדן מהימן של התמורה שתקבל ממכירת הנכס. במקרה זה עשויה ישות להשתמש בשווי השימוש של הנכס כסכום בר ההשבה שלו.

הערכת השווי

שיטת הערכת השווי המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows) לפיה, שוויו הכלכלי של נכס נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל בגינו. בשיטה זו ניתן להעריך את 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 סביבת הסיכון בה היא פועלת.

כאינדיקציה לסבירות הערכת השווי מומלץ לבחון את תוצאות העבודה על בסיס שיטת המכפיל. שיטת המכפיל ישימה לרוב לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי המוערך, אך אינה מהווה לרוב שיטת אמידה מדויקת. יתרונה העיקרי של השיטה הינו 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 שוקי יעד שונים, שיעור צמיחה, שינוי בתמהילי ההכנסות, ההוצאות או מבני הון שונים.

בעת קביעת שווי שימוש שיעור הנכיון ותזרימי המזומנים נקבעים על בסיס לפני מס. בכדי לאמוד את שיעור הנכיון לפני מס, יש להשוות את שווי השימוש, הנקבע תוך שימוש בתזרימי מזומנים לאחר מס, מהוונים בשיעור הנכיון לאחר מס, לשווי השימוש הנקבע תוך שימוש בתזרימי מזומנים לפני מס, מהוונים בשיעור נכיון לפני מס.



לשם היוון תזרים המזומנים העתידי לכל תקופה החתך, יש לקבוע את מחיר ההון המשוקלל של החברה (WACC- Weighted Average Cost of Capital), דהיינו, הממוצע המשוקלל של כלל מקורות המימון של פעילות החברה אשר נקבע כדלקמן:

$$WACC = K_e \cdot E / (E + D) + K_d (1 - T) \cdot D / (E + D)$$

כאשר:

- D - הינו שווי החוב, אשר מונח כמשקף בקירוב את עלותו הפנקסנית בספרי החברה.
- K_e - הינו שיעור התשואה על ההון העצמי ארוך הטווח הראוי לחברה, כפי שיקבע להלן.
- K_d - הינו מחיר החוב הנורמטיבי ארוך הטווח הראוי לחברה, אשר יאמד על בסיס ניתוח תוספת הסיכון של החברה מעל שיעור הריבית חסרת הסיכון (כפי שתקבע להלן), אשר תיאמד כמרווח בשיעור מסוים.
- T - הינו שיעור המס הסטטוטורי השולי הנורמטיבי ארוך הטווח החל על החברה.
- $D / (E + D)$ - יחס המנוף הפיננסי הנורמטיבי ארוך הטווח, המשקף את תמהיל מקורות ההון של החברה, הראוי לחברה הדומה במאפייניה לפעילות המוערכת, בין היתר ביחס ל-Benchmark ענפי וכן על פי מחקר בדבר יחסי המינוף הפיננסי של המלומד Aswath Damodaran בעבור הענף שבו פועלת החברה, נכון למועד ההערכה.

שיעור התשואה על ההון העצמי (K_e) הינו שיעור ההיוון הנדרש על ידי בעלי המניות אשר נקבע באמצעות שימוש במודל ה- Modified CAPM (Capital Asset Pricing Model) כדלקמן:

$$\text{Modified CAPM: } K_e = R_f + \beta I \cdot (R_m - R_f) + R_s$$

כאשר:

- R_f – הינו שיעור ריבית ריאלית חסרת סיכון. כאומדן לשיעור זה יש לבחון את שיעור התשואה לפדיון של איגרות חוב צמודות מדד של מדינת ישראל לטווח לפדיון ארוך ככל האפשר, נכון למועד ההערכה.
- $(R_m - R_f)$ – הינו רכיב פרמיית הסיכון בשוק. כאומדן לשיעור זה יש לבחון את פרמיית הסיכון הנורמטיבית הראויה לשוק הישראלי הנקובה במחקר בדבר פרמיות הסיכון בשוקי ההון של המלומד Aswath Damodaran בעבור השוק הישראלי, נכון למועד ההערכה.



β_1 – ה"ביתא" (הממונפת) משקפת את עוצמת התנודתיות בתשואת המניה ביחס לתנודתיות בתשואת תיק השוק והינה המדד ל"סיכון הסיסטמטי" של החברה. בחברה ציבורית מחושבת הביתא על פי רגרסיות מול תשואת תיק השוק (בחשוב חודשי) כמשתנה מסביר, ביחס לשערי המניה בחמש השנים שקדמו למועד ההערכה. על פי נתונים אמפיריים שונים עולה כי β_1 - מקדם הסיכון השיטתי (ה-Covariance) הממונף, נוטה להיות גבוה יותר ככל שרמת המינוף הפיננסי של החברה עולה.

במידה ומניית החברה אינה נסחרת, על מנת לאמוד את ה- β_1 המשתמעת המסוימת של החברה (Specific Implied Beta) יש לבחון את הביתא הממונפת הנורמטיבית הראויה לחברה הדומה במאפייניה לפעילות המוערכת, בין היתר ביחס ל- Benchmark ענפי וכן על פי מחקר בדבר אומדני הביתא של המלומד Aswath Damodaran בעבור הענף שבו פועלת החברה, נכון למועד ההערכה.

R_s – הינו שיעור תשואה נוסף, המיוחס למניית החברה ומשקף סיכון ספציפי, לרבות פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של העדר סחירות ו/או נזילות. נתונים אמפיריים ומחקרים שונים מראים כי משקיעים בשוק ההון דורשים לרוב לקבל פרמיית סיכון נוספת בגין השקעה בחברות קטנות, המבטאות את אי הסחירות ו/או הנזילות של השקעתם.

יש לבחון את שיעור הדיסקאונט הראוי להון החברה על פי נתוני החברות המאוגדות במסגרת קטגוריית ה- SIC Code (Standard Industrial Classification) שאליו משתייכת החברה. שיעור זה יכול שיורכב משני פרמטרים: Size Premium (המשקף תוספת תשואה נדרשת לחברות סחירות בהתאם לגודל החברה) הנקוב במחקר שערכה חברת הערכות השווי והמימון התאגידי הגלובלית Duff & Phelps בדבר פרמיות סיכון הגודל בקרב חברות ציבוריות בארה"ב, בעבור קטגוריית הגודל המתאימה לחברה, נכון למועד ההערכה ומ- Specific Premium (המשקף תוספת תשואה נדרשת בהתאם לשיקול דעתו וניסיונו של מעריך השווי).

בהמשך להערכת שווי הפעילות על פי שיטת ה- DCF, מומלץ לבחון את שווי פעילותה של החברה על פי שיטת המכפיל. לשם כך, יש לבחון בצורה השוואתית חברות ציבוריות הדומות לחברה ככל האפשר במונחי פעילות והתאמות בקירוב להיקף החברה. מומלץ ביותר לבחון פרמטרים כמותיים של חברות המדגם כגון שווי שוק, EBITDA וסך מכירות.

במידה ומניית החברה נסחרת, הרי שניתן לשוב ולבחון את שווי הפעילות הסחיר של החברה בבורסה בשנה אשר קדמה למועד ההערכה, על בסיס מחיר מניית החברה והתחייבויותיה הפיננסיות, נטו בתקופה האמורה.



להלן פרטי המשרד:

משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי מתמחה בביצוע הערכות שווי בלתי תלויות לתאגידים, פרויקטים, מגזרים, נכסים בלתי מוחשיים, מחירי העברה בין חברתיים, נכסים והתחייבויות המועברים בעסקאות עם בעלי עניין/שליטה ומבצע עבודות ייחוס עלויות רכישה (PPA) ותמחור מכשירי הון מורכבים, נגזרים משובצים, איגרות חוב להמרה ואופציות, ESOP ו-409A, יעוץ לחשבונאות גידור ובדיקות אפקטיביות (Effectiveness Tests), זכויות והתחייבויות מותנות, ערבויות, נזיקין ובטוחות. הערכות השווי ניתנות לצרכי אמידת השווי ההוגן, בין היתר בהתאמה לתקני חשבונאות ישראליים, בין לאומיים (IFRS) ואמריקאים (US GAAP) לצרכי הערכות לקראת מיזוגים, רכישות ותהליכי מכירה, לצרכי רשויות המס השונות, כחוות דעת לצרכים משפטיים ומטרות חשבונאיות ועסקיות אחרות. בין לקוחות המשרד נמנים, בין היתר, חברות ציבוריות ופרטיות בישראל, משרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי וגופים פיננסיים.



להלן פרטי השכלת מעריך השווי מטעם שווי פנימי: מר רועי פולניצר:

בעל תואר MBA (בהצטיינות) במנהל עסקים, תואר BA (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון, מחזיק בהסמכה כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV), בהסמכה כמעריך שווי מימון כמותי (QFV), הסמכה כמודליסט פיננסי וכלכלי (FEM), הסמכה כאקטואר סיכוני שוק (MRA), הסמכה כאקטואר סיכוני אשראי (CRA), הסמכה כאקטואר סיכונים תפעוליים (ORA), הסמכה כאקטואר סיכוני השקעות (IRA), הסמכה כאקטואר סיכוני חיים (LRA) והסמכה כאקטואר סיכונים פנסיוניים (PRA) כולם מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), ובעל הסמכה בינלאומית כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP) והסמכה כמנהל סיכונים מוסמך (CRM) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM).



להלן פרטי ניסיונו המקצועי של מעריך השווי כאמור

בעלים של משרד הייעוץ הכלכלי שווי פנימי – מעריכי שווי בלתי תלויים. לשעבר מרצה בהערכת שווי תאגידים ומגזרים **במט"י חיפה**, מרצה בסטטסיטקה ותהליכים סטוכסטיים **ביחידה ללימודי חוץ של אוניברסיטת אריאל**, מרצה בנגזרות וניהול סיכונים בפקולטה לניהול **במכללה האקדמית אחוזה**, מרצה בניתוח דוחות כספיים והערכות שווי בבית הספר לכלכלה **במכללה האקדמית אשקלון**, עוזר מחקר בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית של ד"ר **שילה ליפשיץ**, ראש תחום הערכות השווי במשרד רואי החשבון **רוזה-רביד** (כיום **Russell Bedford** ישראל), מנהל סיכונים וראש תחום שווי הוגן של חברת **עגן יעוץ אקטוארי פיננסי ועסקי בע"מ**, מנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות **באוניברסיטת בן גוריון** ומרצה בקורסים בתחום ניתוח ניירות ערך ומכשירים פיננסיים ובניהול תיקים בקורס הכנה פרטי לבחינות הרשות לניירות ערך לרישיון מנהל תיקים בישראל.