

## שיטת ה-Venture Capital Approach להערכת שווי חברות סטארט-אפ

שיטת ה- Venture Capital Approach מתאימה לחברות סטארט-אפ בהן לא בוצע סבב גיוס בשנה האחרונה



יוסי דקל



19/12/2017

יוסי דקל

### כללי

מניסיון אף אחד לא באמת יודע מה שוויה של חברת סטארט-אפ. לא הרשות לניירות ערך, לא מס הכנסה, לא בית המשפט ואפילו לא הדינאים/מייסדי החברה.

שיטת ה-Venture Capital Approach היא השיטה המקובלת כיום בעולם להערכת חברות סטארט-אפ שבהן לא בוצע סבב גיוס בשנה האחרונה, או לחילופין כאשר בוצע, אולם בין מועד סבב הגיוס האחרון למועד הערכת השווי חברת הסטארט-אפ עברה אירוע משמעותי המוגדר כאירוע חריג או כאירוע שלא במהלך העסקים הרגיל שלה.

תחילה נסביר כי אירוע חריג או שלא במהלך העסקים הרגיל יכול להיות שינוי שלב הפיתוח בו נמצא המוצר, קבלת אישורים מגופים ממשלתיים, התחלת מכירות, שינוי פוטנציאל השוק, חתימה על הסכמים לשיתוף פעולה בפיתוח מוצרים ושיווקם, ביטול הסכמים וחוזים עם "שחקנים" גדולים בשוק, שינויים ברמת המהירות החברה והמומסין שיש לאנשיה בשוק, שינויים בתלות החברה במשקיע בודד וכן שינויים בכמות המזומנים המצויים בקופת החברה, (קר), מידת הצורך שלה בסבב גיוס הון נוסף בטווח הקרוב על מנת לאפשר המשך פעילות, שינוי בסביבות לסבב גיוס ולבטוח הפיכתה מחברת סטארט-אפ לחברה בוגרת.

### שיטת ה- Venture Capital Approach

גישת השוק מתבססת על מידע הנאסף ממחירי שוק בעסקאות בנכסים דומים. לאחר איסוף המידע, מבוצעות התאמות לנכסים אלו על מנת שישקפו באופן נאות את המצב והשימושיות של הנכס המוערך באופן יחסי לנכסים הדומים בשוק.

בשיטת ה- Venture Capital Approach מוערך העסק על בסיס היחס הממוצע בענף בו הוא פועל בין שווי השוק של הפעילות (קר), סך שווי השוק של ההון העצמי ועלותו הפנסקנית של החוב הפיננסי, נטו בספרי החברה) לבין סך המכירות בארבעת הרבעונים שקדמו למועד הערכת השווי. יתרונה של השיטה נעוץ בפשטותה ובמהירותה, יחסית לשיטות אחרות. החסרון העיקרי של שיטה זו נעוץ בעובדה שהיא אינה מביאה בחשבון שורה של גורמים העשויים להשפיע על השווי הספציפי של העסק, בשונה מעסקים "דומים" באותו תחום, כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה. חסרון נוסף נובע מן העובדה שבמרבית המקרים קיים תחום רחב של מכפילים, אשר מיועז אינו מביא בהכרח לתוצאה המשקפת נאמנה את השווי.

לביצוע הערכת השווי בשיטת ה- Venture Capital Approach, נדרש מעריך השווי לערוך חיפוש במאגרי מידע אודות חברות ציבוריות בארץ ובה"ל המסווגות בענף בו פועלת חברת הסטארט-אפ המוערכת, לחילופין אודות החברות המאוגדות במסגרת קטגוריית ה- SIC CODE (קוד סיווג ענפי סטנדרטי, Standard Industrial Classification) שאליה משתייכת חברת הסטארט-אפ המוערכת או לחילופין אודות חברות המרכיבות את ה- Benchmark הענפי במחקרו של המלומד Aswath Damodaran בעבור הענף שעליו שייכת חברת הסטארט-אפ המוערכת.

על מנת לבחור חברות דומות, על מעריך השווי לבחון כאמור רשימה של חברות מהתחום בו פועלת חברת הסטארט-אפ המוערכת. בחירת החברות תיעשה בהתאם למספר משתנים כגון: עיסוק דומה, סיכון פיננסי, גודל החברה, מיקום גיאוגרפי, רוחניות, נתונים פיננסיים ומחירי מניה.

מניסיונו, מהניתוח מתקבל שהחברות שנבחרו לחישוב מכפיל המכירות גדולות ומבוססות יותר

באופן מובהק לעומת חברת הסטארט-אפ המוערכת, אך חברות אלו פועלות באותו מגזר ובעלות סיכון דומה לה – זהה מה שחשוב.

במחקרים אמפיריים שנערכו על חברות עם מניות נסחרות ומניות חסומות (Restricted Stocks) נמצא כי שווי המניות החסומות היה נמוך יותר בשיעור ממוצע של 30%-35%. במחקרים נוספים שנערכו על חברות לפני הנפקה נמצא שרגע לפני ההנפקה שווי החברה היה נמוך בכ- 45% בממוצע משווי החברה לאחר ההנפקה. במחקרים האמפיריים נמצאו טווחים רחבים של דיסקאונטים בגין אי חסירות, בעסקאות השונות נמצאו הנחות על המניות הלא נסחרות של 10%-90%.

ניתן לציין כי גודל הדיסקאונט בגין אי החסירות משתנה בין חברה לחברה בהתאם לפרמטרים שונים כגון: הקף מכירות ורווחים, צמיחה עתידית סיכוני שוק ומוצר וכ"ל. מגד ליתרונות המוכחים ברישום מניות למסחר, ניתן לציין את נזילות הנכס, אפשרויות מגוונות לגיוס כסף ושיפור תדמית, ישנם מספר חסרונות כגון: שקיפות ועלויות כספיות (דיווחים כספיים ואחרים, מיני דירקטוריון וועדות טעמו, אגרות שפיפיים וכ"ל...).

מאחר ומרבית חברות הסטארט-אפ הן קטנות והואיל והשלב בו הן נמצאות מקשה על עמידתן בעלויות הכרוכות ברגולציה הקשורה לחברות הנסחרות בבורסה, הרי שמקובל לאמוד את מרכיב הדיסקאונט בגין היעדר החסירות (DLOM - Discount for Lack of Marketability) בכ- 15% על מכפיל המכירות הממוצע של חברות המדגם.



ניהול תיקים - שאלות ותשובות



סוף ריום בבורסה, יום שלישי – ירידות דרמטיות לאקסיליון, אופקו הלט ונפר אנרגי



שינויים בשליטה בחבר הבורסה שרותי בורסה והשקעות בישראל אי.בי.א. בע"מ



אך מקבלים אישור לקיצור תקופת הבידוד ל 7 ימים החל מהיום ?

### מיטב דש.

5520044  
**מיטב סקיי**  
[4D]  
**השקעות**  
**80.41%**  
מקום 1  
בדשואה  
בין גמוריה  
ב-36 תחומים  
המדורגים  
{1.7.18-30.6.21}

**לפרטים <**

אירוע חדשה בתיקים שוק  
הפחית בכר כמות נדי תופע על  
השקעות ממוסדות בבורסה.

### מיטב דש.

5520044  
**מיטב סקיי**  
[4D]  
**השקעות**  
**80.41%**  
מקום 1  
בדשואה  
בין גמוריה  
ב-36 תחומים  
המדורגים  
{1.7.18-30.6.21}

**לפרטים <**

אירוע חדשה בתיקים שוק  
הפחית בכר כמות נדי תופע על  
השקעות ממוסדות בבורסה.

**הערכת שווייה של חברה סטארט-אפ באמצעות שיטת ה- Venture Capital Approach כוללת את השלבים הבאים:**

1. מציאת מכפיל מכירות, דהיינו, היחס שבין שווי הפעילות (הסך המצטבר של שווי השוק של הון המניות והחוב הפיננסי, נטו) לבין ההכנסות בארבעת הרבעונים האחרונים, המשתקף משווי הפעילות ומסך המכירות של חברות ציבוריות הדומות במאפייניהן לפעילות חברת הסטארט-אפ המוערכת.
2. אמידת השנה המייצגת שבה תגיע החברה למצב של מכירות נורמטיביות.
3. אמידת היקף מכירותיה החזויות של חברת הסטארט-אפ המוערכת (לאחר הגעה לשלב התפתחותי דומה לשלב בו נמצאות החברות הציבוריות מהן נגזר מכפיל המכירות), בשנה המייצגת.
4. הפעלת מכפיל המכירות הממוצע של חברות המדגם על מכירותיה החזויות של חברת הסטארט-אפ המוערכת בשנה המייצגת, לשם קבלת לשם קבלת שווי פעילותה העתידי של החברה.
5. התאמת שווי פעילותה העתידי לשווי ההון העצמי העתידי ע"י הוספה של נכסים פיננסיים, הפחתה של התחייבויות פיננסיות חזויות והפחתה של סך התזרים השלילי החזוי (או לחילופין הוספה של סך התזרים החיובי החזוי) של החברה עד לשנה המייצגת.
6. הפעלת דיסקאונט בגין אי סחירות בגובה של 20% על השווי הנגזר.
7. היוון שווי האקוויטי העתידי של החברה, למועד הערכת השווי באמצעות שיעור היוון המותאם, בין היתר, למידת הסיכון הגלומה בתחזיות על פני משך אופק ההיוון, לשם קבלת שווי האקוויטי הנוכחי של החברה המוערכת. נציין כי שיעור ההיוון הראוי לחברת סטארט-אפ נע בין 20% ל- 70%, בהתחשב בשלב ההתפתחות של החברה (על פי מחקרים שהתבצעו ע"י Plummer וכן ע"י Scherlis and Sahalman בדבר התשאואת הנדרשת על ידי קרנות הון סיכון בגין השקעותיהן בחברות סטארט-אפ בשלבי התפתחות שונים).

**לסיכום**

שיטת ה- Venture Capital Approach מתאימה לחברות סטארט-אפ בהן לא בוצע סבב גיוס בשנה האחרונה. שיטה זו ישימה לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי המוערך של חברת הסטארט-אפ, אך אינה מהווה שיטת אמידה מדויקת. יתרונה העיקרי של השיטה הינו פשטותה ומהירותה ביחס לשיטות אחרות. חסרונה העיקרי, בהיעדר התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על אומדן השווי המסוים של הפעילות המוערכת, בשונה מפעיליות אחרות מתחום דומה, לרבות שווקי יעד שונים, שיעור צמיחה, שינוי בתמהילי ההכנסות, ההוצאות או מבני הון שונים.

בשיטה זו מקובל לבחון בצורה השוואתית חברות ציבוריות, הדומות לחברה המוערכת ככל האפשר בתחום פעילותה העסקית ובהתחשב באילוץ פיזור המדגם. חברות אלה הינן חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות שונות בארץ ובחול"ל (להלן "חברות המדגם"). הפרמטרים הכמותיים של חברות המדגם אשר מקובל לבחון הינם שווי שוק, חוב פיננסי ברוטו (יתרות חוב לתאגידים בנקאיים ולמחזיקי אגרות חוב סחירות ובלתי סחירות והתחייבויות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות), מזומנים (יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נדלונות) וסך מכירות.