

מכון ציגלמן

שיווק * אסטרטגיה * ליווי עסקי

רוצים לרכוש חברה פעילה?

לא תמיד צריך להסתכל רק על הרווח המדווח בשנה האחרונה

מאת ישראל ציגלמן

קניה של חברות היא אחת הדרכים להשיג בעזרתן צמיחה ארגונית. חברות רבות מעדיפות לרכוש חברות, המשלימות אותן בתחומי פעילותן, מאשר להשקיע סכומי כסף גדולים במחקר ופיתוח וכן, בשיווק של מוצרים או של שירותים חדשים.

התחום של רכישת חברות (acquisitions) הינו לפיכך אחד התחומים ה"חמים" בניהול עסקי בכלל ובמסגרת תכנון אסטרטגי, בפרט.

אחת השאלות אשר הן מעניינות את המשקיע ברכישה של חברה פעילה, הינה הערך של חברה כזו: כאשר החברה הנרכשת היא חברה ציבורית אזי, התשובה לשאלה זו היא יחסית פשוטה.

ערכה של החברה הנרכשת הוא בקירוב מחירה בבורסה, אשר בה מניותיה נסחרות. אך, מהו ערכה של חברה פרטית?

המדד הנפוץ ביותר להערכת שווי של חברה פרטית הוא כפולה של רווח שנתי שלה לפני מס במכפיל מסוים המקובל בענף של אותה חברה. אצל חברות שהן מפיצות ואינן יצרניות, בענף שהוא סולידי, זה יכול להיות מכפיל בשיעור של 5-6. אצל חברות יצרניות בענף סולידי זה יכול להיות מכפיל בשיעור של 10, בעוד אצל חברות יצרניות הפועלות בתחומים עתירי ידע, שהם עדיין בצמיחה מהירה, ניתן אף לבחור במכפיל גבוה כמו 20.

דהיינו, המשוואה המנחה את הרוכש היא:

$$\begin{matrix} \text{הנעלם} \\ \left(\begin{matrix} \text{שווי החברה} \\ \text{הנרכשת} \end{matrix} \right) \end{matrix} = \begin{matrix} \text{ידוע} \\ \left(\begin{matrix} \text{רווח נקי} \\ \text{שנתי של} \\ \text{אותה חברה} \end{matrix} \right) \end{matrix} \times \begin{matrix} \text{ידוע} \\ \left(\begin{matrix} \text{מכפיל} \\ \text{מקובל בענף} \\ \text{של אותה} \\ \text{חברה} \end{matrix} \right) \end{matrix}$$

את הרווח השנתי של החברה ניתן לכאורה לראות בדו"ח רווח והפסד האחרון שלה. את המכפיל, ניתן למצוא כמכפיל ממוצע של חברות דומות, אשר הן כן נסחרות בבורסה. לכאורה, תהליך פשוט.

אך, מה קורה כאשר המוכר של החברה טוען לקיומו של רווח שנתי תיאורטי שהוא גבוה פי כמה מאשר הרווח השנתי המדווח בתוך דו"ח רווח והפסד של החברה?

במקרה כזה נתקלנו לא מכבר.

למדנו אודות חברה ותיקה, שהיא סיטונאית של מוצרים טכניים כי, הרווח השנתי שלה יכול להיות גבוה במאתיים וארבעים אחוז, דהיינו, פי 3.4, מאשר הרווח השנתי, שנראה לפי דו"ח רווח והפסד האחרון שלה. לפיכך, ערכה של החברה הוא גבוה פי 3.4, מאשר ערכה לצורכי מכירה, כפי שחושב דרך המכפלה הפשוטה של רווח מדווח לפני מס כפול מכפיל מקובל בענף.

הכיצד? ובכן, אפשר היה להבין מאת הבעלים של החברה, שהיא מועמדת להירכש, כי, יש הוצאות תפעול מסוימות בסך של כמאתיים אלף שקל לחודש אשר הן ניתנות להיחסך, אם וכאשר החברה תנוהל על ידי בעלים חדשים. הוצאות אלו הן בעיקר הוצאות שכר וגם הוצאות אחזקתו של מחסן מכירות אזורי, אשר לכאורה ניתן לסגור אותו, מבלי שיהיה קיטון משמעותי במכירות. לכן, אם הרווח השנתי האחרון היה שווה לכמיליון שקל, אזי, הרווח השנתי, אשר אותו ניתן להשיג, דרך חיסכון בעלויות אלו, הוא שווה לכ- 3.4 מיליון שקלים.

נבחר לנו כדוגמה חברה, אשר מחזור מכירותיה השנתי מגיע לכחמישים מיליון שקל, ועלות המכר שלה נעה סביב ארבעים מיליון שקל. דהיינו, יש לה רווח גולמי בסכום של עשרה מיליון שקל, שהוא שווה ערך לשיעור של 20% מתוך מחזור המכירה השנתי שלה. הוצאות התפעול שלה הן שוות לכשמונה מיליון שקל, דהיינו, יש לה רווח תפעולי בסכום של שני מיליון שקל. זהו רווח תפעולי בשיעור של 4% מתוך מחזור מכירותיה השנתי. הוצאות המימון של אותה חברה הן שוות למיליון שקל. דהיינו, הרווח הנקי שלה שווה גם הוא למיליון שקל שהוא שיעור של 2% מתוך מחזור המכירה השנתי של החברה.

שבעת סעיפי הוצאה העיקריים של אותה חברה הם שכר דירה במשרד המרכזי, שכר דירה והוצאות נוספות במחסן אזורי, שכר עבודה, הובלה ללקוחות, ניקיון ותחזוקה, אחזקת רכב ושיווק. הוצאה הכבדה ביותר היא עבור שכר עבודה והיא מהווה כששים אחוזים מכלל הוצאות באותה חברה. ששת סעיפי הוצאה האחרים מהווים רק את שאר ארבעים האחוזים מכלל הוצאותיה.

החברה הפיקה טבלה ובה צוינו, בטורים נפרדים, ההוצאה החודשית שלה בכל סעיף מבין שבעת סעיפי הוצאה, הסכום מתוך אותה הוצאה אשר אותו ניתן לחסוך, שיעורו של החיסכון המוצע וההוצאה החודשית האמיתית, המחושבת לאחר הפחתת החיסכון. בנוסף לכך, בטור אחרון נכתב ההסבר לחיסכון המוצע.

תמצית של טבלה כזו נראית, כדלקמן:

טבלה מס' 1: הוצאות תפעול עיקריות בדו"ח רווח והפסד. זהו דו"ח לחודש מייצג.

ה ס ב ר	הוצאה חודשית חדשה אחרי החיסכון (₪)	מהו שיעור החיסכון בהוצאה זו?	כמה ניתן לכאורה לחסוך (₪)?	הוצאה חודשית בדו"ח רווח והפסד אחרון (₪)	סעיף
	20,000	0	0	20,000	1. שכר דירה במשרד מרכזי
ויתור על המחסן לא יביא לקיטון במכירה	0	100%	100,000	100,000	2. שכר דירה והוצאות נוספות במחסן אזורי
ניתן להוריד שלושה מנהלים שהם יקרים ולהחליפם במנהל אחד, אשר יעלה הרבה פחות מאשר כל אחד מהם.	300,000	25%	100,000	400,000	3. שכר עבודה

4. הובלת הסחורה אל לקוחות	60,000	- 18,000	- 30%	78,000	עם סגירת המחסן האזורי ההובלה דווקא תתייקר.
5. ניקיון ותחזוקה	40,000	8,000	20%	32,000	ניתן להפריט עבודה זו לקבלן חיצוני, אשר הוא עולה הרבה פחות מאשר עובדים שכירים.
6. אחזקת רכב	36,666	10,000	27%	26,666	ניתן לקצץ בהוצאות אחזקת רכב עם צמצום במספר המנהלים.
7. שיווק	10,000	0	0	10,000	הוצאות אלו הן צנועות ולכן, מומלץ לא לצמצם בהן
סה"כ :	666,667	200,000		466,667	

אנו רואים אם כן, כי ההוצאה החודשית הממוצעת ירדה מסכום של 666,667 שקלים אל סכום של 466,667 שקלים בלבד. זהו קיצוץ בהוצאה בשיעור של שלושים אחוזים.

האם על המתעניין ברכישתה של חברה זו לאמץ את האומדן הזה ביחס לסכום אותו ניתן לחסוך בהוצאות התפעול?

כדי לדעת אם סכום החיסכון הזה הוא ריאלי, רצוי לבקר בחברה אותה מתכוונים לרכוש, ולבחון את העבודה הנעשית בה, בהשוואה לידוע לנו אודות עבודה מקבילה הנעשית אצל חברות אחרות וכן, בהשוואה לדרישות השוק בו היא פועלת.

כך למשל, רצוי לבדוק שאלות כמו :

- האם באמת סגירתו של מחסן מכירות קדמי לא תפגע במכירה של אותה חברה?
- האם המנהלים, אשר אותם שוקלים להחליף, אינם במקרה אלו אשר בגינם לקוחות אסטרטגיים מסוימים הם עדיין לקוחות של אותה חברה?
- האם אותם מנהלים שיוחלפו (יפוטר) לא עלולים לפתוח עסק מתחרה?
- האם אין סעיפי הוצאה נוספים אשר יושפעו עקב החיסכון הזה בהוצאות התפעול של החברה?

קנייה של חברה, כך מסתבר, היא הרבה יותר מורכבת מאשר קניית מזון לביתנו, בחנות הסופרמרקט השכונתית.

ישראל ציגלמן, הוא מנכ"ל מכון ציגלמן israel@ziegelman.co.il

המאמר פורסם בביטאון אקטואליה בחודש דצמבר 2008

תגיות: ישראל ציגלמן, מכון ציגלמן, השקעה, רכישה של חברה