

## תוכן

|    |                                                |   |
|----|------------------------------------------------|---|
| 1. | מבוא .....                                     | 2 |
| 2. | הבעיה המתוארת בכתבה .....                      | 2 |
| 3. | הפתרון המוצע בכתבה .....                       | 3 |
| 4. | פתרון אלטרנטיבי לפתרון הבעיה .....             | 4 |
| 5. | חיזוק לפתרון האלטרנטיבי ממאמרים אקדמאיים ..... | 5 |
| 6. | סיכום ומסקנות .....                            | 7 |
| 7. | רשומה ביבליוגרפית .....                        | 8 |
| 8. | נספחים – הכתבה .....                           | 9 |

## 1. מבוא

עבודה זו תעסוק בתחום השבחת ערך בחברה הקשורה לתחום הערכות שווי. השבחת ערך בחברה נועדה ליצור מצג אופטימי לגבי מצבה של החברה לצורך השקעה בחברה או לצורך גיוס הון וכן למטרות נוספות המושגות על ידי השבחת ערכה של החברה. השבחת ערך בחברה בדרך כלל מתבססת על הערכת שווי שנעשית על סמך הנחות יסוד שנקבעו בהתאם לתחזית לתזרים מזומנים עתידי. הבעייתיות בביצוע של הערכות שווי נובע מהנחות יסוד שאינם מבוססות העשויות לשפר באופן מלאכותי את מצבה של החברה למרות שלא קיימים סימנים נוספים בפועל המחזקים תחזיות אלו. מצב זה מוביל להטעיה של המשתמשים בדוחות הכספיים ומוביל לעיוות הדוחות הכספיים שהינם תמרורים ומורי דרך למשקיעים ולמשתמשים בדוחות הכספיים. הסיבות שהובילו לבחירת הנושא נובעים מהסיבות הבאות:

- תקני ה-IFRS שנכנסו לתוקף בשנים האחרונות מבוססות באופן נרחב על שווי של נכסים והתחייבויות ופחות על עלות היסטורית. ולכן, הערכות שווי מדויקות ומהימנות מקבלות חשיבות יתרה במיוחד בשנים האחרונות.
- תחום הערכות השווי בישראל הינו בעייתי במיוחד. בעייתיות זו נובעת מביצוע של הערכות שווי מנופחות שיוצרים מצגי שווא בדוחות הכספיים. חלק מהסיבות שהובילו לבעייתיות נובעת מחוסר הסדרה של סטנדרטים אחידים לאופן ביצוע הערכות שווי ובמיוחד להנחות שימשו לביסוס הערכות השווי ולמומחיות וניסיונו המקצועי של מעריך השווי. בנוסף, לא קיים גוף ייעודי העוסק ברגולציה בתחום הערכות שווי. נכון להיום, רק הרשות לניירות ערך מתערבת בפסילתם של הערכות שווי אולם רגולציה זו נוגעת בעיקר לחברות ציבוריות ולא לחברות פרטיות.
- קיימים סוגיות מסוימות בעולם העסקי שעדיין לא ברור כיצד ניתן לבצע הערכת שווי מדויקת ומהימנה. כך למשל, תחום חברות סטארט אפ הינו תחום חדשני בחברות ללא הכנסות שהערכת השווי עלולה ליצור שווי מנופח עבור חברות אלו כפי שיתואר להלן.

## 2. הבעיה המתוארת בכתבה<sup>1</sup>

חברת שלנו גרופ הוקמה בשנת 2014 והינה חברה העוסקת בתחום הטכנולוגיה. לחברה ארבע תחומי פעילות. פיתוח אפליקציות מובייל, פיתוח מנוע לחיפוש מוצרים באתרי מכירות, פיתוח אפליקציות המובססות על בינה מלאכותית ותוספי מזון. על פי אתר האינטרנט של החברה, החברה פיתחה עד כה מספר מוצרים, כגון: אפליקציה המספקת מידע שכונתי, מנוע לחיפוש מחשבים גאדג'טים ואלקטרוניקה, תוכנה לניטור וניתוח גלישה סלולרית, אפליקציה להודעות אנונימיות ועוד. באוקטובר 2016 החברה תכננה לצאת בהנפקה לציבור בבורסה לצורך גיוס של 95 מיליון ₪ לפי שווי של 177 מיליון דולר (כ- 700 מיליון ₪).

ביום 5.9.2016 פורסם באתר דה מרקר כי החברה הוערכה בשווי של 700 מיליון ₪ על סמך הערכת שווי שנעשתה על ידי מעריך שווי. הערכת שווי זאת מבטאת שווי גבוה מאוד ביחס לפעילות החברה עד כה. לפי הכתבה להערכת השווי שנעשתה קיימות מספר בעיות מהותיות:

<sup>1</sup> תיאור הבעיה מבוססת על הכתבה הבאה: <http://www.themarket.com/markets/1.3058545>

1. הערכת השווי נעשתה על סמך הערכת מספר המשתמשים באפליקציות של חברת "שלנו" וזאת על פי גיוס ההון האחרון שהחברה ביצעה. הערכת הפוטנציאל של מספר המשתמשים באפליקציות שפותחו נעשתה באמצעות השוואת האפליקציות אלו לאפליקציות פופולאריות כמו ויזו וסקייפ. לפיכך, מעריך השווי העריך כי מספר המשתמשים באפליקציות אלו עומד על 11 מיליון ₪. השוואת אפליקציות חברת "שלנו" לאפליקציות כמו ויזו וסקייפ הינה מוטעית. באפליקציות כמו סקייפ וויזו, המשתמשים פיתחו תלות באפליקציות וקיימת להם השפעה רבה על חיי היום יום של המשתמשים. לכן, ערך האפליקציות עולה מאחר וקיימות חברות המוכנות לשלם עליהם סכומי כסף גבוהים. לעומת זאת, לחברת "שלנו" לא קיימים עדיין הכנסות מהאפליקציות כאשר 60% מכלל האפליקציות של החברה עדיין לא פותחו עדיין. בנוסף, חברה השקיעה עד כה כ- 15 מיליון דולר ומצויה בהפסדים צבורים של 22 מיליון דולר עם הערת עסק חי בדוחות הכספיים. לכן השוואת פוטנציאל הכנסות מאפליקציות של חברת "שלנו" לאפליקציות כמו ויזו וסקייפ הינה מוטעית.

2. בהערכת השווי שנעשתה העריך מעריך השווי כי לחברה יהיו הכנסות במחצית השנייה של שנת 2016 של 549 אלף דולר. אולם, בשנת 2017 קיימת קפיצה מפתיעה בהכנסות כאשר מעריך השווי העריך את הכנסותיה ב- 20.8 מיליון ₪. בשנת 2018 העריך מעריך השווי כי הכנסותיה יוכפלו ויגיעו ל- 46.5 מיליון ₪ וזאת בהתבסס על כך שמחצית מההכנסות יגיעו מאפליקציה לבינה מלכותית שעדיין לא קיימת ופיתוחה אמור להסתיים רק במחצית של שנת 2017.

בחוזר שפורסם על ידי הרשות לניירות ערך ב- 16.8.2016 בנוגע להערכת שווי של חברות הזנק. הרשות הציעה על מספר כשלים אפשריים הנוגעים לאופן ביצוע הערכת שווי בחברות היי-טק שהובילו ככל הנראה להערכת השווי המנופחת של חברת "שלנו":

**העדר ביסוס של התחזיות של מעריך השווי** – הערכות שווי בחברות הזנק עלולות להיות שלא להיות מבוססים על הנחות מוצקות. כך למשל, הערכת רווחיות עתידית כתוצאה ממכירת מוצר ללא ביסוס מוצק לגבי אופן עמידת הרווחיות העתידית, התבססות על לוחות זמנים ללא ביסוס מספק כאשר קיימת לחברה היסטוריה של סטיות מלוחות הזמנים שנקבעו.

**הסתמכויות לא מבוססות על תחזיות של ההנהלה** – קיימים פרמטרים רבים בהערכת השווי העשויים להתקבל על ידי הנהלת החברה ובכלל זה: תזרים תפעולי חזוי, עלויות פיתוח ומועד השלמתו, סיכויי הצלחה וגודל השוק. לפי עמדת הרשות גם תחזיות של ההנהלה חייבים להיות מבוססים על הנחות מוצקות לצורך התחשבותם בהערכת השווי של החברה.

**היעדר עקביות במדידת פרטים ששימשו להערכת השווי** – חוסר עקביות בהנחות ששימשו להערכת השווי. כך למשל, שימוש בתחזית הכנסות לצורך תזרים מזומנים עתידי כאשר לצורך אמידת התחייבויות למדען הראשי הונח כי לא צפויות הכנסות שוות ערך להכנסות שהוערכו לתזרים המזומנים של החברה. כלומר, חוסר עקביות באמידת ההכנסות.

### 3. הפתרון המוצע בכתבה

לטענת מעריך השווי בהערכת השווי לחברות סטארט אפ בכלל וחברת "שלנו" בפרט, קיים קושי להשתמש בשיטת היוון תזרימי מזומנים מאחר וחברות אלו נטולות הכנסות בשנותיהם הראשונות. לצורך כך, הערכות השווי מבוססות על עלות השחלוף. כלומר, לפי העלויות שהושקעו באמצעות סבב גיוסי הון קודמים. לכן, לצורך הערכת השווי של חברת "שלנו" נעשה שילוב של שימוש