

באפט יכול להסתמך על ההון העצמי



מיזוגים ורכישות
אודי סביצקי

« המכתב השנתי של וורן באפט לבעלי המניות בברקשייר התאווה הוא מסמך חובה לכל העוסקים בתחום הפיננסי. הצניעות, הכנות והוכחות החיים משתקפות בכל פסקה במכתב זה. מה שהיה מעניין במיוחד השנה הוא שבתחילת המכתב נימק וורן באפט בפירוט מדוע הוא משתמש בשווי הנכסי (Book Value) למדידת ביצועי החברה, ומדוע אינו משתמש ב-S&P 500 כמדד השוואה.

למעשה, באפט מסביר כי הקריטריון הטוב ביותר בעיניו לשווי ההשקעות שביצע לאורך השנים ולתשואת ההשקעות הוא ההון העצמי של החברות שבהן השקיע. מע

חשבונאות אמריקאיים רבים הם מכווני שווי שוק.

המשמעות של שינוי זה היא שכל חברה יכולה לשערך נכסים מהותיים ממאזניה - נרל"ן, חברות כלולות, מוניטין, ניירות ערך זמינים למכירה, אופציות לעובדים ובימים אחרים - על בסיס הערכות שווי או הנחות שונות של הנהלתה.

לא סתם הרחיקה רשות ניירות ערך מוסקבה, בצעד די נרדי, כדי לברוק בעין נכסי נרל"ן שהוערכו על ידי מעריכי שווי שונים. כל מי שעוסק בתחום מבין את הפרובלמטיות הכרוכה בכללי השווי הווגן.

אגב, האבסורד הגדול ביותר הוא שזכויות המיעוט של חברות שאחדו בכללות בתוך ההון העצמי של החברות, לעומת שנים עברו שבהן סווגו כהתחייבות החברה.

לכן נוצר בשנים האחרונות מצב שבו גם ההון העצמי עלול שלא לשקף את ערך המינימום של החברה, כפי שסבור באפט, וייתכן שגם שווי זה יהיה מגופת. כתוצאה מכך, בשנים האחרונות החלו מעריכי שווי ואנליסטים לבחון מהו השווי הנכסי של חברות בנטרול נכסים בלתי מחשיים כמו מוניטין, כדי להגיע לשווי נכסי "אמיתי" יותר.

במקרה של ברקשייר מדובר כנראה בסטייה קטנה ביחס לשווי הנכסי של 135 מיליארד דולר - שאינה משנה את התוצאות הפיננסיים של החברה. מנגד כדאי להיות ערניים כי במקרים אחרים ובחברות אחרות, במיוחד בחברות המרווחות על פי תקני ה-IFRS, ייתכן ששיטת השווי הנכסי עשויה להיות מטעה.

הכותב הוא שותף בכיר ומנהל תחום מיזוגים ורכישות ב-BDO וזו האבט

ניין מדוע דווקא השנה בחר האורקל מאומהה לפתוח בהסבר זה. אבל האם זהו המדר הנכון ביותר להערכת שווי ההשקעות? להערכתנו לא תמיד, ונסביר זאת בהמשך.

מהו השווי הנכסי? מדובר בשווי הנכסים, כפי שהם מוצגים במאזן, בניכוי ההתחייבויות. ברוב המקרים הכוונה היא לשווי ההון העצמי החשבונאי. באופן כללי ניתן לומר, כפי שבאפט מציין, ששווי הנכסי משקף שווי מינימלי של חברה, בהנחה שאם נרצה לממש את נכסי החברה ונשי

לם את התחייבויותיה נישאר ביד עם מזומנים בגובה ההון העצמי. אלא שישנה בעיה עם שיטת המדידה הזאת - במיוחד בשנים האחרונות, ובייחוד באותן חברות המרווחות על בסיס כללי ה-IFRS. בשנים האחרונות חל שינוי דרמטי בחוקי החשבונאות. מדיווח על בסיס שיטת העלות השמרנית עברה החשבונאות לדיווח על בסיס שיטת השווי הווגן/ שווי שוק האגרסיבית. הכוונה בעיקר לתקני ה-IFRS, המאפשרים לחברות לבצע שערך של נכסים והתחייבות על פי שווי הווגן. גם התקינה האמריקאית אינה מפגרת בהרבה אחר שינוי כיוון זה, ותקני

תצלום: אי. פי



וורן באפט