

# מיזוגים ורכישות של חברות פרוייקטים

מיזוגים ורכישות של חברות פרוייקטים וביצוע בסקטור התשתיות מהווים פתרון לצרכי המימון של החברות הפועלות בתחום. איך מעריכים כראוי חברת פרוייקטים וכיצד ניתן לקבוע שווי נכון?

אייל שוורץ

אמיתית של פרוייקט ניתנת להתבצע רק לאחר סיומו ולאחר סיום ההתחשבות המלאה בין מזדמין העבודה לבין חברת הביצוע.

**ה. מוניטין -** אמנם שם טוב חשוב בכל תחום פעילות וסקטור עסקי, אך ללא ספק כשמדובר בחברה שפעילותה העתידית קשה לחיזוי, למוניטין טיפוס של חשיבות מיוחדת. מוניטין כזה נצבר לאורך פרוייקטים שהחברה השלימה בהצלחה בעבר ומוניטין זה אמור לתת לרוכש את הבטחון שפרוייקטים חדשים יגיעו גם בעתיד.

**ו. ניתוח מאקרו -** חברות פרוייקטים בדרך כלל "ניזונות" ממכרזים. מרבית הפרוייקטים הגדולים, הן הפרטיים והן מטעם המדינה הינם פרוייקטים שיצאו למכרז אליו ניגשות רבות מחברות הביצוע יחד עם חברות המספקות שירותים שונים בחיי הפרוייקט. רבים מן המכרזים הללו דורשים הקמת קונסורציום בהן לחברות הביצוע מקום מכובד.

חלק מתהליך בדיקה של כל חברה כולל מלבד בדיקת החברה עצמה גם התבוננות החוצה - בדיקה אקסוגנית של הסביבה בה פועלת החברה (תחרות, ספקים, לקוחות, וכו'). בבחינת חברת פרוייקטים חשיבות מיוחדת לבחינת פוטנציאל הפרוייקטים העתידיים הצפויים לצאת לשוק בעתיד הנראה לעין.

**ז. המשאב האנושי -** חברות פרוייקטים מעסיקות עובדים רבים (לעיתים מאות בפרוייקט אחד), חלקם כעובדי קבלן, חלקם לפי פרויקט ולטווחי זמן מוגבלים וחלקם נמצאים "on the pay roll" ללא קשר לפרוייקט זה או אחר. סוגיית כח האדם חשובה הן בהיבטי ההוצאות, חשיפות של המשקיע אל מול זכויות סוציאליות של העובדים טרם כניסת המשקיע לחברה והן בהיבטי שימור ידע ויכולות. ככל שהידע והמומחיות (כדוגמת בתכנון ובהנדסה) נמצאים בכוח האדם הקבוע ובהנהלת החברה הנרכשת, כך איכות החברה טובה יותר.

מיזוגים ורכישות של חברות פרוייקטים וביצוע בסקטור התשתיות מהווה פתרון לצרכי המימון של החברות הפועלות בתחום. בישראל כיום מספר לא מבוטל של גורמים, מקומיים ובין לאומיים, אשר תרים אחר ההזדמנות העסקית המתאימה בתחום. מימון והשקעה בחברות הפרוייקטים, עשוי להניב לא רק הזדמנות עסקית ופוטנציאל רווח למשקיע, אלא גם רווחה, שידרוג ושיפור תשתיות הדרכים, האנרגיה, המים והתקשורת של כולנו.



לות החברה והניסיון שלה ואולם לא בהכרח על העתיד. נקודה זו מחייבת היערכות וחשיבה שונה כאשר באים לבחון חברת פרוייקטים ויש לשם דגש, בין היתר, על הנקודות הבאות:

**א. צבר הזמנות -** צבר הזמנות הקיים של חברת פרוייקטים הוא האינדיקציה החשובה ביותר לגבי פעילותה העתידית. הצבר אמור לתת את הבטחון לרוכש כי לפחות לעתיד הנראה לעין יש לחברה פעילות ברורה.

**ב. תזרים -** בחברת פרוייקטים כל פרוייקט צריך להיבחן בפני עצמו. יש לנתח את התזרים של כל פרוייקט באופן סגור וצמוד לאותו פרוייקט ספציפי. יש להתחשב בסך המקדמה שהחברה קיבלה ממזמין הפרוייקט, תזמון ההוצאות שלה, התחשבות שוטפת מול המזמין ועוד.

**ג. רשימות היתרים והסמכות -** הבסיס לפעילות חברות הביצוע הוא הרשימות, ההיתרים וההסמכות שבבעלותן. כך לדוגמה, קיימים מדרגים שונים של אסמכות לביצוע עבודות קבלנות וכן קיימים היתרים מיוחדים של קבלנים לעבוד עם רשויות מסוימות וכן סיווגים נדרשים לצורך ביצוע עבודות למשרד הבטחון או גורמי צבא. ככל שלחברה יש הסמכות רבות ורחבות יותר, כך פרטנציאל הפרוייקטים העתידיים הפתוחים בפניה הוא רב ומגוון.

**ד. הערכת רווחיות -** בחברת פרוייקטים אין הריווחיות בפרוייקט א' מלמדת בהכרח על זו הצפויה בפרוייקט ב'. יתרה מכך, הערכת רווחיות

רויקטים להתממש. מרבית החברות הפועלות בתחום התשתיות הינן חברות המתמחות בביצוע פרוייקטים גדולים וארוכי טווח, הן מבחינת ההיקף הכספי והמימוני והן מבחינת תקופת הפעילות וכח האדם הנדרש. להבדיל מחברות בסקטורים אחרים להן רצף פעילות קבוע המתבטא במספר לקוחות רב ומגוון ואפשרות למכירה חוזרת ללקוחות קיימים, חברות הפרוייקטים מאופיינות בביצוע של מספר מוגבל של פרוייקטים בזמן נתון. שוני זה במהות הפעילות של חברות יזום וביצוע מייצר שוני גם בדרך בה יש לבחון חברה כזו לצורך רכישה, השקעה או מיזוג.

**איך מעריכים נכון את טיבה ואיכותה של חברת פרוייקטים? כיצד ניתן לקבוע שווי נכון?**

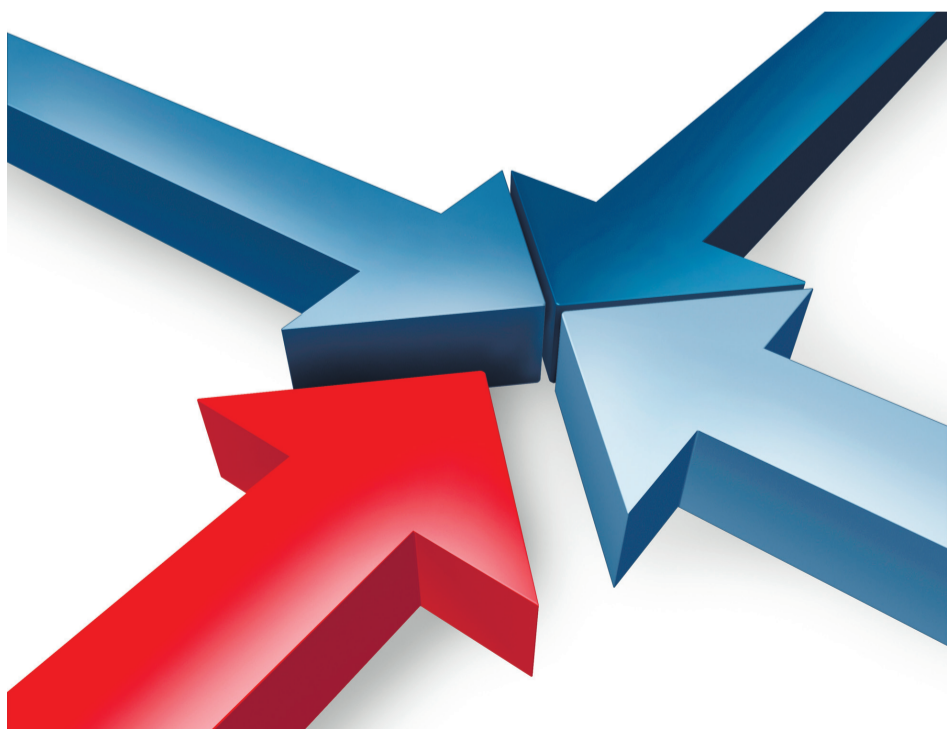
במרבית תחומי הפעילות העסקית הערכת השווי ותחיל מניית התוצאות הכספיות של החברה בשנים הקודמות, תוך זיהוי מאפיינים מייצגים של פעילות זו. בדרך כלל המשקיע או הרוכש יחפש לדעת מי הלקוחות העיקריים, מה רמת הריווחיות המייצגת של החברה (גולמית, תפעולית, רווח נקי), איזה תזרים היא מייצרת, מה ההון החוזר וההון המועסק על ידי החברה באופן מייצג ועוד. ואולם העבר בפני עצמו פחות מעניין. בחברה שמתבססת על פרוייקטים שבמהותם הינם חד-פעמיים וארוכי טווח, העבר יכול ללמד על יכר

קטור התשתיות בישראל זוכה בשנים האחרונות לעדנה. כפרט על יוצא מתנופת הפעילות ניתן לראות, כי חברות תשתיות רבות צומחות ומשגשגות ומציגות זי-נוק מרשים בהכנסות ובהיקפי הפעילות. יחד עם זאת, כחלק מההאטה הכלכלית וכחלק מהעובדה, כי הסיכון בענף התשתיות עדיין נחשב אחד הגבוהים בסקטור הבנייה, קשה לחלק מהחברות והיזמים לגייס מימון. בנקים רבים החמירו את תנאי קבלת ההלוואות והטילו מגבלות על מתן אשראי לעוסקים בענף.

הדואליות שקיימת בסקטור - תנופת פיתוח ופוטנציאל צמיחה לעומת קושי בהשגת מימון - מהווה, ללא ספק, קרקע פורייה לתהליכים של מיזוגים ורכישות וגיוס כספים ממקורות חוץ-בנקאיים. ניכר כי הסקטור הגיע לבשלות ולצורך בשילוב כוחות של הגורמים הפעילים בו ואולי גם לכניסה של חברות גלובליות אשר יזרימו הון זר לפרוייקטים בעלי חשיבות לאומית.

## למנף את הסקטור

במצאות הקיימת, באמצעות עסקאות של מיזוגים ורכישות וכן גיוס משקיעים אסטרטגיים מקומיים או בין-לאומיים יש לבנקאי ההשקעות כלים ויכולת למנף את הסקטור ולסייע לפ-



הכותב הינו מנכ"ל שוורץ בית השקעות, חברת בנקאות להשקעות המתמחה במיזוגים, רכישות וגיובי הון וחוב בישראל ובח"ל. שוורץ בית השקעות חברה ברשת Terra Alliance - רשת בין-לאומית של בנקים להשקעות. בשנה האחרונה שוורץ בית השקעות ייצג וליווה, בין היתר, את מכירת השליטה בקבוצת חופרי השרון לקבוצת אלקטרה. [www.schwartz-inv.com](http://www.schwartz-inv.com)