



הערכת שווי חברת "דן" בגישה החשבונית

מעריך השווי המוערך האקסטרנל רועי פולניצר מבצע הערכת שווי לחברה פרטית באמצעות מה שהוא מכנה "הגישה החשבונית".

סוגיית "טריות" הנתונים. בבואי לבצע הערכת שווי ליום ה- 31.12.2024 היום (ב- 22.12.2024), הרי שהנתונים של המלומד הזמניים לי באתרו (כגון: מכפילי שווי, אומדני סטיות תקן, אומדני ביטא וכו') הינם נתונים הנכונים ל- 31.12.2023 שפורסמו על ידי המלומד באתרו ב- 5.1.2024. כאן ישנן למעשה 3 גישות לביצוע הערכת השווי בשיטה החשבונית:

- לא לחכות כחודש עד לפרסום נתוני המלומד ל- 31.12.2024 ("היטריים") באתרו ב- 5.1.2025 ולהשתמש כבר היום בנתוני המלומד ל- 31.12.2023 ("היישנים") בלבד; לאמור- כבר היום לבצע הערכת שווי לחברה ליום ה- 31.12.2024 ולהניח שהשווי שיתקבל (הנכון ל- 31.12.2024) רלוונטי גם למועד הערכת השווי (ל- 17.12.2024).
- לחכות כחודש עד לפרסום נתוני המלומד ל- 31.12.2024 ("היטריים") באתרו ב- 5.1.2025 ולהשתמש בעוד כחודש בנתוני המלומד ל- 31.12.2024 ("היטריים") בלבד; לאמור- רק בעוד כחודש לבצע הערכת שווי לחברה ליום ה- 31.12.2024 ולהניח שהשווי שיתקבל (הנכון ל- 31.12.2024) רלוונטי גם למועד הערכת השווי (ל- 17.12.2024).

- לחכות כחודש עד לפרסום נתוני המלומד ל- 31.12.2024 ("היטריים") באתרו ב- 5.1.2025 ולהשתמש בעוד כחודש הן בנתוני המלומד ל- 31.12.2023 ("היישנים") והן בנתוני המלומד ל- 31.12.2024 ("היטריים"); לאמור- בעוד כחודש לבצע הערכת שווי למועד הערכת השווי (ל- 17.12.2024) באמצעות מודות פולניצר כפי שהוצגה במאמרו של ר' פולניצר (2022) שכותרתו **"מודות פולניצר לגיבוש שווי נכס (תאגיד), נכס בלתי מוחשי, מכשיר פיננסי מורכב, נדל"ן או חשבון פנסיוני) למועד ביניים שבין מועד אחד למשנהו"** אשר פורסם ב- 22 בדצמבר 2024 באתר שווי פיננסי. במילים אחרות, פעם אחת לבצע הערכת שווי לחברה ליום ה- 31.12.2023 באמצעות נתוני ה- 31.12.2023 בלבד ופעם שניה לבצע ערכת שווי לחברה ליום ה- 31.12.2024 באמצעות נתוני ה- 31.12.2024 בלבד, כאשר לצרכי חישוב שווי החברה לתקופת ביניים בעבור מועד הערכת השווי (ל- 17.12.2024), יש לחלץ את שווי החברה באקסטרנליות אריתמטיות לינאריות, על בסיס פתרון משוואות הפרשים מסדר ראשון.

בעבודתי, מפאת לוחות הזמנים הצפופים שאליהם התחייבתי למתגרשת, בחרתי לעשות שימוש בגישה הראשונה, שהוצגה לעיל.

שיטת מכפיל ההכנסות

שיטת מכפיל ההכנסות (מסוג EV/Sales או מסוג Price/Sales) ישימה לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי החברה המוערכת, אך אינה מהווה שיטת אמידה ממשקיעים. יתרונה העיקרי של שיטת מכפיל ההכנסות הינו פשטותה ומהירותה ביחס להשתמש אחרות. חסרונה העיקרי של שיטת מכפיל ההכנסות הינו היעדר התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על אומדן השווי הממשי של החברה המוערכת, בשונה מחברות אחרות מתחום דומה, לרבות שוקי יעד שונים, שיעור צמיחה, שנוי בתמהילי ההכנסות, ההוצאות או מבני הון שונים.

ברגיל, קיימים מספילי שווי רבים, כגון: מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales, מכפיל הכנסות מסוג Price/Sales, מכפיל רווח גולמי / EV, מכפיל EV/EBITDA, מכפיל רווח נקי Price/Earnings ועוד. ברם מעריכי שווי תאגידיים, להבדיל ממשקיעים בשוק ההון, בבואם להשתמש בשיטת המכפיל על פי רוב עושים הראשונים שימוש בשיטת מכפיל ההכנסות בעוד האחרונים משתמשים בשיטת מכפיל הרווח הנקי. סיבה אחת לכך היא שלחבדיל ממכפיל הרווח הנקי, מכפיל ההכנסות לא יכול להיות שלילי (כי אין דבר כזה הכנסות שליליות) וכי הוא ב- 90% מהמקרים נע בין 1.00 ל- 2.00 בעוד שמכפיל הרווח הנקי יכול להיות שלילי (כי רווח יכול

בעמוד 54 של האינדיקציה, מעריכי השווי מחברת BDO משייכים את פעילות מגזר התחבורה הציבורית של החברה לענף ה- Utility (General) בארה"ב של המלומד. להלן צילום מסך (הסימון באדום הוא שלי):

מספר	שם	ענף	מספר	שם	ענף
1	אמריקן איר ליין	NA	1	אמריקן איר ליין	NA
2	אמריקן איר ליין	NA	2	אמריקן איר ליין	NA
3	אמריקן איר ליין	NA	3	אמריקן איר ליין	NA
4	אמריקן איר ליין	NA	4	אמריקן איר ליין	NA
5	אמריקן איר ליין	NA	5	אמריקן איר ליין	NA
6	אמריקן איר ליין	NA	6	אמריקן איר ליין	NA
7	אמריקן איר ליין	NA	7	אמריקן איר ליין	NA
8	אמריקן איר ליין	NA	8	אמריקן איר ליין	NA
9	אמריקן איר ליין	NA	9	אמריקן איר ליין	NA
10	אמריקן איר ליין	NA	10	אמריקן איר ליין	NA
11	אמריקן איר ליין	NA	11	אמריקן איר ליין	NA
12	אמריקן איר ליין	NA	12	אמריקן איר ליין	NA
13	אמריקן איר ליין	NA	13	אמריקן איר ליין	NA
14	אמריקן איר ליין	NA	14	אמריקן איר ליין	NA
15	אמריקן איר ליין	NA	15	אמריקן איר ליין	NA
16	אמריקן איר ליין	NA	16	אמריקן איר ליין	NA
17	אמריקן איר ליין	NA	17	אמריקן איר ליין	NA
18	אמריקן איר ליין	NA	18	אמריקן איר ליין	NA
19	אמריקן איר ליין	NA	19	אמריקן איר ליין	NA
20	אמריקן איר ליין	NA	20	אמריקן איר ליין	NA
21	אמריקן איר ליין	NA	21	אמריקן איר ליין	NA
22	אמריקן איר ליין	NA	22	אמריקן איר ליין	NA
23	אמריקן איר ליין	NA	23	אמריקן איר ליין	NA
24	אמריקן איר ליין	NA	24	אמריקן איר ליין	NA
25	אמריקן איר ליין	NA	25	אמריקן איר ליין	NA
26	אמריקן איר ליין	NA	26	אמריקן איר ליין	NA
27	אמריקן איר ליין	NA	27	אמריקן איר ליין	NA
28	אמריקן איר ליין	NA	28	אמריקן איר ליין	NA
29	אמריקן איר ליין	NA	29	אמריקן איר ליין	NA
30	אמריקן איר ליין	NA	30	אמריקן איר ליין	NA
31	אמריקן איר ליין	NA	31	אמריקן איר ליין	NA
32	אמריקן איר ליין	NA	32	אמריקן איר ליין	NA
33	אמריקן איר ליין	NA	33	אמריקן איר ליין	NA
34	אמריקן איר ליין	NA	34	אמריקן איר ליין	NA
35	אמריקן איר ליין	NA	35	אמריקן איר ליין	NA
36	אמריקן איר ליין	NA	36	אמריקן איר ליין	NA
37	אמריקן איר ליין	NA	37	אמריקן איר ליין	NA
38	אמריקן איר ליין	NA	38	אמריקן איר ליין	NA
39	אמריקן איר ליין	NA	39	אמריקן איר ליין	NA
40	אמריקן איר ליין	NA	40	אמריקן איר ליין	NA
41	אמריקן איר ליין	NA	41	אמריקן איר ליין	NA
42	אמריקן איר ליין	NA	42	אמריקן איר ליין	NA
43	אמריקן איר ליין	NA	43	אמריקן איר ליין	NA
44	אמריקן איר ליין	NA	44	אמריקן איר ליין	NA
45	אמריקן איר ליין	NA	45	אמריקן איר ליין	NA
46	אמריקן איר ליין	NA	46	אמריקן איר ליין	NA
47	אמריקן איר ליין	NA	47	אמריקן איר ליין	NA
48	אמריקן איר ליין	NA	48	אמריקן איר ליין	NA
49	אמריקן איר ליין	NA	49	אמריקן איר ליין	NA
50	אמריקן איר ליין	NA	50	אמריקן איר ליין	NA

בעמוד 55 של האינדיקציה, מעריכי השווי מחברת BDO משייכים את פעילות מגזר ההיסעים של החברה לענף ה- Transportation בארה"ב של המלומד. להלן צילום מסך (הסימון באדום הוא שלי):

מספר	שם	ענף	מספר	שם	ענף
1	אמריקן איר ליין	NA	1	אמריקן איר ליין	NA
2	אמריקן איר ליין	NA	2	אמריקן איר ליין	NA
3	אמריקן איר ליין	NA	3	אמריקן איר ליין	NA
4	אמריקן איר ליין	NA	4	אמריקן איר ליין	NA
5	אמריקן איר ליין	NA	5	אמריקן איר ליין	NA
6	אמריקן איר ליין	NA	6	אמריקן איר ליין	NA
7	אמריקן איר ליין	NA	7	אמריקן איר ליין	NA
8	אמריקן איר ליין	NA	8	אמריקן איר ליין	NA
9	אמריקן איר ליין	NA	9	אמריקן איר ליין	NA
10	אמריקן איר ליין	NA	10	אמריקן איר ליין	NA
11	אמריקן איר ליין	NA	11	אמריקן איר ליין	NA
12	אמריקן איר ליין	NA	12	אמריקן איר ליין	NA
13	אמריקן איר ליין	NA	13	אמריקן איר ליין	NA
14	אמריקן איר ליין	NA	14	אמריקן איר ליין	NA
15	אמריקן איר ליין	NA	15	אמריקן איר ליין	NA
16	אמריקן איר ליין	NA	16	אמריקן איר ליין	NA
17	אמריקן איר ליין	NA	17	אמריקן איר ליין	NA
18	אמריקן איר ליין	NA	18	אמריקן איר ליין	NA
19	אמריקן איר ליין	NA	19	אמריקן איר ליין	NA
20	אמריקן איר ליין	NA	20	אמריקן איר ליין	NA
21	אמריקן איר ליין	NA	21	אמריקן איר ליין	NA
22	אמריקן איר ליין	NA	22	אמריקן איר ליין	NA
23	אמריקן איר ליין	NA	23	אמריקן איר ליין	NA
24	אמריקן איר ליין	NA	24	אמריקן איר ליין	NA
25	אמריקן איר ליין	NA	25	אמריקן איר ליין	NA
26	אמריקן איר ליין	NA	26	אמריקן איר ליין	NA
27	אמריקן איר ליין	NA	27	אמריקן איר ליין	NA
28	אמריקן איר ליין	NA	28	אמריקן איר ליין	NA
29	אמריקן איר ליין	NA	29	אמריקן איר ליין	NA
30	אמריקן איר ליין	NA	30	אמריקן איר ליין	NA
31	אמריקן איר ליין	NA	31	אמריקן איר ליין	NA
32	אמריקן איר ליין	NA	32	אמריקן איר ליין	NA
33	אמריקן איר ליין	NA	33	אמריקן איר ליין	NA
34	אמריקן איר ליין	NA	34	אמריקן איר ליין	NA
35	אמריקן איר ליין	NA	35	אמריקן איר ליין	NA
36	אמריקן איר ליין	NA	36	אמריקן איר ליין	NA
37	אמריקן איר ליין	NA	37	אמריקן איר ליין	NA
38	אמריקן איר ליין	NA	38	אמריקן איר ליין	NA
39	אמריקן איר ליין	NA	39	אמריקן איר ליין	NA
40	אמריקן איר ליין	NA	40	אמריקן איר ליין	NA
41	אמריקן איר ליין	NA	41	אמריקן איר ליין	NA
42	אמריקן איר ליין	NA	42	אמריקן איר ליין	NA
43	אמריקן איר ליין	NA	43	אמריקן איר ליין	NA
44	אמריקן איר ליין	NA	44	אמריקן איר ליין	NA
45	אמריקן איר ליין	NA	45	אמריקן איר ליין	NA
46	אמריקן איר ליין	NA	46	אמריקן איר ליין	NA
47	אמריקן איר ליין	NA	47	אמריקן איר ליין	NA
48	אמריקן איר ליין	NA	48	אמריקן איר ליין	NA
49	אמריקן איר ליין	NA	49	אמריקן איר ליין	NA
50	אמריקן איר ליין	NA	50	אמריקן איר ליין	NA

בעוד שענף ה- Transportation נראה ברור וטבעי, ניסיתי לברר מדוע מעריכי השווי מחברת BDO בחרו לשייך את פעילות מגזר התחבורה הציבורית של החברה דווקא לענף ה- Utility (General) ולא לענף ה- Transportation. את התשובה מצאתי במאמרם של בכר ופולניצר (2023). שכותרתו **"כמה שווה מניית קואופרטיב אנד? ומתי מתודת פולניצר להערכת שווי חברה ופניסיה?"** אשר פורסם ב- 1 באוקטובר 2023 בכתב העת החשיבה ניהולית ואסטרטגית - סטטוס. במאמרם מסבירים האקסטרנלים את סיבתם לשייך החברה דווקא לענף ה- Utility (General) באופן בלעדי. להלן צילום מסך (הסימון באדום הוא שלי):

ד"ר חייטובדו לפי מכפיל ההכנסות/קבוצת איס

לקחתו מדגם של 15 חברות ציבוריות המסווגות בבורסות של ארה"ב ("בו"ב" - NYSE) ומסווגות ה- "General Utility" וחיברו את מכפיל ההכנסות הממוצע שלהן לסוף 2016. רשימת החברות מוצגת בסנסף 1. לעיתים רחוקות, מסקור זה משקף בצורה טובה יותר את הסיכונים שבאגד. המבנה המשותף של חברות ההשקעות לסקסור זה הן לרוב פעילות בשלוחה של קדימה במינות שירות מסוים, בין אם חברת משקלית ובין אם חברת המגזר הפרטי אשר קיבלה זיכיון ממשלתי לספק את השירות הדרוש. השירותים אלו משתפים שאותן חברות מספקות לרוב ניתן לציבור הרחב בדרך של בלעדיות ביחס למסווגים אחרים. מכיון, אשר מסקין בצורה ממשקלית את סיכויי הרווח ביחס לחברה שמפלט בעת חופשי.

אז לאחר שהגנו שמעריכי השווי מחברת BDO בחרו ב- 2 ענפים מתוך רשימת הענפים שעליהם מבצע המלומד את מחקריו מדי שנה: ענף ה- Utility (General) בארה"ב וענף ה- Transportation בארה"ב, נשאלת השאלה אם כאשר נרצה לקחת ממוצעים ענפיים משני הענפים הללו, עלינו לשקלל כל אחד מהענפים במשקל זהה או במשקל שונה? להערכת, בהיעדר נתונים לגבי התפלגות הכנסות החברה, ההנחה שהכנסות החברה מפעילות מגזר התחבורה הציבורית ומפעילות מגזר ההיסעים מהוות כ- 97.5% ו- 2.5% מסך הכנסות החברה, בהתאמה, משקפת באופן נאות את התפלגות הכנסות החברה.

לפיכך, מכאן ואילך כל שקלול של ממוצעים ענפיים שאבצע עבור החברה יהיה ביחס של 97.5% לענף ה- Utility (General) בארה"ב ו- 2.5% לענף ה- General Utility בארה"ב.

סוגיה נוספת שעליה יש לתת את הדעת היא שהערכת שווי החברה בוצעה על ידי ליום ה- 31.12.2024 ולא ליום ה- 17.12.2024 (על ידי היוון השווי לאחור באמצעות שיעור היוון ראוי מיום ה- 31.12.2024 בחזרה ליום ה- 17.12.2024 ובסך הכל לשבעיים לאחר). הסיבה לכך היא שהערכת ערכה של הפער שבין שווי החברה ב- 17.12.2024 לבין שווי החברה ב- 31.12.2024 הוא אפסי, לחילופין הוא שלילי או לחילופין חיובי. ליום ה- 1.12.2024, לפיכך, הנחתי ששווי החברה ליום ה- 1.12.2024 שקיבלתי הינו אפליקטיו (נכון וישים) גם למועד הערכת השווי (ה- 17.12.2024).

סוגיה חשובה אחרת שיש לתת גילוי לגביה היא סוגיית

שבוע נתבקשתי על ידי מתגרשת לתת לה אינדיקציה שווי לחברה דן, חברה לתחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "החברה") ליום 17 בדצמבר 2024 (להלן: "מועד הערכת השווי") לשילוב בכתב תביעת הגירושין שלה.

מכיוון שנתון למועד הערכת השווי החברה הינה חברה פרטית הרי שהיא איננה מפרסמת את דוחותיה הכספיים לציבור. במקרה שבפנינו, למתגרשת אין גישה להנהלת החברה ו/או למידע חיוני שקמוע הערכת השווי כגון: דוחות כספיים של ליוני שקמוע למועד הערכת השווי והן למועד הערכת השווי, תחזיות תזרימי מזומנים עתידיים והערכות הנהלה עובר למועד הערכת השווי.

בשל כך, נאלצתי להתבסס אך ורק על נתונים שמצאתי מחיפוש באינטרנט ועל הנחות סבירות שאותן לדעתי מעריך שווי סביר היה מניח. לפיכך, כאשר הערכת שווי נעשית על בסיס נתונים פומביים בלבד, ללא נגישות לדוחות כספיים נכון למועד הערכת השווי, הרי שאין באפשרות של מעריך השווי לבצע הערכת שווי כלכלית לחברה בשיטת ה- DCF הקלאסית היוצאת מדוחות הכספיים האחרונים של החברה כדי לחזות את הדוחות הכספיים העתידיים שלה ולהוונם למועד הערכת השווי בשיעור היוון המתאים לסיכון.

הדבר היחיד שוודאי יודוע בעבודתי הוא שווי החברה נכון למועד עסקה שבוצעה ביום 8.12.2019 (להלן: "מועד העסקה"), שבמסגרתה רכשה קבוצת משקיעים חיצוניים 50% ממניות החברה בתמורה ל- 630 מיליון שקלים חדשים. מחיר עסקה זה משקף לסך הונה העצמי של החברה שווי של 1,260 מיליון שקלים חדשים, נכון למועד העסקה.

כאמור, לא בחתי ולא בדקתי שווי זה, המהווה מצג אקסוגני לעבודתי ולפיכך אני מחווה כל דעה לגביו. אומר מראש, מקום שישנו קושי לערוך תחזית תזרימי מזומנים לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות של החברה השקועותיה ברכוש קבוע ובחון חוזר, הערכת פוטנציאל הצמיחה, הערכת סביבת הסיכון שבה היא פועלת והערכת שווי הפעילות בתום תקופת התחזית (Exit Value), ניתן להשתמש בשיטות מקורבות, כגון מקורבות, כגון: שיטת מכפיל ההכנסות, שיטת השווי השטוח ושיטת מונטה-קרלו. בעבודתי, הערכת השווי הוצגה על ידי החברה ע"ב הגישה החשבונית.

המתודולוגיה

במסגרת הגישה החשבונית, נקטתי בשיטת מכפיל ההכנסות לטובת הערכת שווי החברה נכון למועד הערכת השווי. על פי שיטה זו, שווי הנוחיה הכלכלי של נכס מתקבל מהנחת תהליך דטרמיניסטי (בעל אופי קבוע וידוע מראש), שבמסגרתו מעריך השווי יוצא מאומדן הכנסות מייצגות של הנכס המוערך נכון למועד הערכת השווי, כופל אותו במכפיל הכנסות ראוי לשם קבלת שווי פעילות יציג, מנכה ממנו חוב פיננסי ברוטו ומוסיף עליו מזומן כדי לרדת מרמת "השווי התפעולי" של החברה לרמת "שווי האקוויטי" של החברה, שהוא ה- Game End של הערכת שווי החברה. תהליך, עלי לקבוע לאיזה ענף את ענפים מרשימת הענפים של המלומד Aswath Damodaran (להלן: "המלומד") משתייכת החברה. לשם כך בדקתי באלו ענפים בחרו מעריכי השווי מחברת BDO זיו האפט ייעוץ וניהול ע"ב בעבודתם **"אינדיקציה להערכת שווי החזקות קיסטון בשותפות אגד ליום ה- 3 באוקטובר 2022"** (להלן: "האינדיקציה").

הנחת הבסיס האקסיומטית של מעריכי השווי בישראל המשתמשים במחקריו של המלומד דבר הממוצעים הענפיים בארה"ב של פרמטרים פיננסיים שונים היא שהענף בישראל שאליו משתייכת החברה המוערכת מתנהג בדומה לענף המקביל בארה"ב, ועל כן הממוצעים הענפיים הנקובים במחקריו של המלומד בעבור אותו ענף בארה"ב משקפים באופן נאות את אותם הממוצעים הענפיים בדיוק בעבור אותו ענף בישראל.

שנת 2023. יחס המינוף הפיננסי הממוצע של ענף ה- (General) Utility בארה"ב לשנת 2023 נאמד ב- 45.90% (בהתבסס על מדגם של 14 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות בארה"ב), בעוד שיחס המינוף הפיננסי הממוצע של ענף ה- Transportation בארה"ב לשנת 2023 נאמד ב- 25.14% (בהתבסס על מדגם של 36 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות בארה"ב). **לפיכך, יחס המינוף הפיננסי הראוי לחברה נאמד על ידי בכ- 45.38%.**

שיעור מזומן ראוי
בעבודתי, בחנתי את שיעורי המזומן מסוג Cash/Firm Value הנורמטיביים הראויים לחברה הדומה במאפייניה לפעילות החברה, בין היתר ביחס ל-Benchmark ענפי וכן על פי מחקר **"Levered and Unlevered Betas by Industry"** שבדבר שיעורי המזומן מסוג Cash/Firm Value של המלומד בעבור ענפים שונים בארה"ב לשנת 2023. שיעור המזומן הממוצע של ענף ה- Utility (General) בארה"ב לשנת 2023 נאמד ב- 0.58% (בהתבסס על מדגם של 14 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות בארה"ב), בעוד שיעור המזומן הפיננסי הממוצע של ענף ה- Transportation בארה"ב לשנת 2023 נאמד ב- 3.94% (בהתבסס על מדגם של 36 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות בארה"ב). **לפיכך, שיעור המזומן הראוי לחברה נאמד על ידי בכ- 0.66%.**

זוכר, אמנם מועד הערכת השווי שלי הוא ה- 17.12.2024 אך דת החישוב ביצעתי כפי שנראה הלך ל- 31.12.2024. הסיבה לכך היא שלהערכת ערכו של ההפרש שבין שווי החברה ב- 17.12.2024 לבין שווי החברה ב- 31.12.2024 הוא אפס, לחילופין הוא זניח או לחילופין חיובי/זניח אינו משמעותי.

הערכת שווי החברה בעזרת המכפיל בלבד - 31 בדצמבר 2024	
מיליוני \$	
4.13	מכפיל הכנסות ממוצע של ענף ה- Utility (General) בארה"ב לשנת 2023
97.5%	משקל הכנסות חברת החברה הציבורית של החברה מסך הכנסות החברה לשנת 2024
1.68	מכפיל הכנסות ממוצע של ענף ה- Transportation בארה"ב לשנת 2023
2.5%	משקל הכנסות חברת החברה מסך הכנסות החברה לשנת 2024
4.07	מכפיל הכנסות ראוי לחברה מסוג EV/Sales ממוצע ב- 31 בדצמבר 2024
55%	דיסקאונט בגין הבדל בדרגת הריבוי האופרטיבי
1.83	מכפיל הכנסות ראוי לחברה מסוג EV/Sales מתוקנת בלבד - 31 בדצמבר 2024
2,000	אומדן הכנסות שיעור של החברה מסך הכנסות החברה לשנת 2024
3,661	שווי פעילות החברה בלבד - 31 בדצמבר 2024
45.90%	שיעור הסיכון פיננסי נורמטיבי ממוצע של ענף ה- Utility (General) בארה"ב לשנת 2023
97.5%	משקל הכנסות חברת החברה הציבורית של החברה מסך הכנסות החברה לשנת 2024
25.14%	שיעור הסיכון פיננסי נורמטיבי ממוצע של ענף ה- Transportation בארה"ב לשנת 2023
2.5%	משקל הכנסות חברת החברה מסך הכנסות החברה לשנת 2024
45.38%	שיעור הסיכון פיננסי נורמטיבי ראוי לחברה בלבד - 31 בדצמבר 2024
-1,661	הבדל ממוצע בין שווי החברה בלבד ל- 31 בדצמבר 2024
0.58%	יחס ממוצע בין פעילות ממוצע של ענף ה- Utility (General) בארה"ב לשנת 2023
97.5%	משקל הכנסות חברת החברה הציבורית של החברה מסך הכנסות החברה לשנת 2024
3.94%	יחס ממוצע בין פעילות ממוצע של ענף ה- Transportation בארה"ב לשנת 2023
2.5%	משקל הכנסות חברת החברה מסך הכנסות החברה לשנת 2024
0.64%	יחס ממוצע בין פעילות נורמטיבי ראוי לחברה בלבד - 31 בדצמבר 2024
24	היתר המזומן שווי ממוצע ארוכות הלה בלבד - 31 בדצמבר 2024
2,024	שווי החברה לפי DLOM - 31.12.2024

לפיכך, הנתיח כי שווי החברה ליום ה- 31.12.2024 שקיבלתי משיטת מכפיל הכנסות הנו רלוונטי ותקף גם למועד הערכת השווי, יום ה- 17.12.2024.

הערכת שווי החברה בעזרת המכפיל בלבד - 17 בדצמבר 2024	
מיליוני \$	
0.04	שווי החברה לפי DLOM - 31.12.2024
2,024	היתר המזומן שווי ממוצע ארוכות הלה בלבד - 17.12.2024
2,024	שווי החברה לפי DLOM - 17.12.2024

ריכוז תוצאות הערכת השווי
להערכת ועל בסיס חישובי, בכפוף לסייגים לעיל, שווי הונה העצמי של החברה נאמד ליום ה- 17 בדצמבר 2024 בגישה החשבונאית על בסיס שיטת מכפיל הכנסות בכ- 2,024 מיליון שקלים חדשים (כ- 2.0 מיליארד שקלים חדשים). שווי זה קרוב מאוד לשווי המשוקלל שקיבלתי החודש עבוד החברה (2,037 מיליון שקלים חדשים) באמצעות שילוב 3 גישות הערכת שווי: הגישה הכלכלית, הגישה המימונית והגישה האקטוארית. לשם הנוחות מצייב קישורים לכתבות בנושא:

1. [הערכת שווי חברת "דן" בגישה הכלכלית](#)
2. [הערכת שווי חברת "דן" בגישה המימונית](#)
3. [הערכת שווי חברת "דן" בגישה האקטוארית](#)
4. [הערכת שווי חבילת מניות חבר "דן"](#)

האקטואר פולניצר הנו אוטוריטה מקצועית ידועה ומוכרת בישראל בתחומים של אקטואריה והערכת שווי. האקטואר פולניצר ידוע כמומחה לאקטואריה, כבר שמא בתערוכות שווי וכמעט מקצוע מוערך בתחומים הללו ושעל סמך משקלו הסגולי בתחומים הללו הקים איגוד מקצועי מוכר ובעל מוניטין המפעל בתחומים הללו: לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAV).

מאחר ואין בידי דוחות כספיים של החברה ליום ה- 31 בדצמבר 2023, ערכתי חיפוש במאגרי מידע אחר הכנסותיה של החברה לשנת 2023. אומדן כלשהו להכנסות החברה מצאתי בכתבתו של גולן הזני שכתותרתה **"דן ערכת הפנקס פעילות התחבורה לפי 2 מיליארד שקל"** אשר פורסמה ב- 22 ביוני 2023 בכלכליסט. בכתבתו מציינ הזני **"דן היא חברה פרטית שהכנסותיה אינן מפורסמות אבל מוערכות בין 1.5-2 מיליארד שקל בשנה"**. אומדן נוסף להכנסות החברה מצאתי במאמרם של בכר ופולניצר (2024) שכתותרתו **"כמה שווה מניית דן חברה לתחבורה ציבורית בע"מ? וכמה שווה פנסית הגישור שניתנה לחבר דן?"** אשר פורסם ב- 14 במרץ 2024 בכתבת העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית - סטטוס. במאמרם מציינים האקטוארים כי אומדן הכנסות החברה לשנת 2018 נאמד בכ- 2,000 מיליון שקלים חדשים (קרי, 2 מיליארד שקלים חדשים). **לפיכך, להערכתי הגבול העליון של אומדן הכנסות החברה שבו נקב הזני (2,000 מיליון שקלים חדשים), משקף באופן נאות יותר את הכנסות החברה לשנת 2023** ובכלל זה את הכנסות החברה השנתיות העתידיות החזויות, לעומת הגבול התחתון של אומדן הכנסות החברה שבו נקב הזני (1,500 מיליון שקלים חדשים). **לפיכך, השתמשי בחישובי באומדן הכנסות יציג של 2,000 מיליון שקלים חדשים.**

ענף מייצג
בהתאם לחסר שניתן בחלק המתודולוגיה לעיל, הענפים המייצגים את פעילות החברה הינם כאמור ענף ה- Transportation בארה"ב וענף ה- Utility בארה"ב. **לפיכך, להערכת ערכו של החברה יישמתי לכל ענף הם 97.5% לענף ה- Utility (General) בארה"ב ו- 2.5% לענף ה- Transportation בארה"ב.**

מכפיל הכנסות ראוי
בעבודתי, בחנתי את מכפילי הכנסות מסוג EV/Sales הנורמטיביים הראויים לחברה הדומה במאפייניה לפעילות החברה, בין היתר ביחס ל-Benchmark ענפי וכן על פי מחקר **"Price and Enterprise Value to Sales Ratios and Margins by Industry"** שבדבר מכפילי הכנסות מסוג EV/Sales של המלומד בעבור ענפים שונים בארה"ב לשנת 2023. מכפיל הכנסות הממוצע של ענף ה- Utility (General) בארה"ב לשנת 2023 נאמד ב- 4.13 (בהתבסס על מדגם של 14 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות בארה"ב), בעוד שמכפיל הכנסות הממוצע של ענף ה- Transportation בארה"ב לשנת 2023 נאמד ב- 1.68 (בהתבסס על מדגם של 36 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות בארה"ב). **לפיכך, מכפיל הכנסות הראוי לחברה נאמד על ידי בכ- 4.07.**

דיסקאונט משולב בגין הבדלי גודל ואזור גיאוגרפי
הואיל ופעם אחת מכפילי הכנסות של המלומד נגזרו מתוך מדגמים של חברות ענק בעוד שהחברה המוערכת היא חברה קטנה בהשוואה לחברות אלה ופעם שניה מאחר ומכפילי הכנסות של המלומד נגזרו מתוך מדגמים של חברות הפועלות בארה"ב בעוד שהחברה המוערכת פועלת בעיקר בישראל - הרי שנדרש להפחיל על מכפיל הכנסות שמצאתי הן דיסקאונט בגין הבדלי גודל בין חברות המדגם של המלומד לבין החברה והן דיסקאונט בגין הבדלי אזור גיאוגרפי. במאמרו של האקטואר יוס דקל (2022) שכתותרתו **"צנת הערכת שווי חברה פרטית בישראל יש לבצע הפחתה בשיעור של לפחות 40% במכפילי השווי המצוטטים של דמוארא"** אשר פורסם ב- 25 באפריל 2022 בכתבת העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית - סטטוס, קובע האקטואר דקל כי לצורך הערכת שווייה של חברה פרטית בשיטת המכפיל יש לבצע הפחתה בשיעור שבין 40% ל- 60% על מכפיל השווי הענפי הממוצע של המלומד. בעבודתי, בהחתי להחיל דיסקאונט של 40% בגין הבדלי גודל ודיסקאונט נוסף של 15% בגין אזור גיאוגרפי שונה. לפיכך, בהחתי בעבודתי להחיל דיסקאונט משולב של 55% בגין הבדלי גודל ואזור גיאוגרפי על מכפיל הכנסות הראוי שמצאתי. **לפיכך, השתמשי בחישובי במכפיל הכנסות ראוי לחברה מסוג EV/Sales מתוקנת של 1.83 כדלקמן:**

$$1.83 = 4.07 \times (1 - 0.55)$$

יחס מינוף פיננסי ראוי
בעבודתי, בחנתי את יחסי המינוף הפיננסי מסוג D/(D+E) הנורמטיביים הראויים לחברה הדומה במאפייניה לפעילות החברה, בין היתר ביחס ל-Benchmark ענפי וכן על פי מחקר **"Costs of Capital by Industry"** שבדבר יחסי המינוף הפיננסי מסוג D/(D+E) של המלומד בעבור ענפים שונים בארה"ב

להיות חיובי או שלילי, כלומר, ולכן למכפיל זה אין גבולות ברורים (מניסיוני כמעריך שווי אני ראייתי מכפילי רווח נקי העניים בין מינוס 2,000 לפלוס 2,000).

סיבה נוספת לכך שמעריכי שווי תאגידים מעדיפים את שיטת מכפיל הכנסות נובעת מכך ששיטת מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales היא הלכה למעשה מקרה פרטי של שיטת ה- DCF. מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales "מקפל" בתוכו הן תחיות פיננסית (לתקופה של 5 שנים + שנה נורמטיבית מייצגת לגבי מרכיבי הכנסות, ההוצאות וההשקעות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הן שיעור צמיחה פרמנטית והן מחיר מסוגל של מושקל של הפעילות. למעשה מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales הינו היחס שבין הערכת השווי בשיטת ה- DCF הנגזרת מציפיות המשקיעים בשוק ההון לבין סך הכנסות האחרונות של החברה. לפיכך, שימוש בשיטת מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales מהווה קירוב טוב לתוצאה שהייתה מתקבלת משימוש בשיטת ה- DCF, דבר שלא התאפשר לי בעבודתי בשל סירוב החברה לספק לבעל את דוחותיה הכספיים.

חיוק לכך ששיטת מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales היא אכן מקרה פרטי של שיטת ה- DCF ניתן למצוא במאמרם של דקל ופולניצר (2023) שכתותרתו **"חנות יצת אקטואריות להערכת שווי חברה פרטית בגישת השוק"** אשר פורסם ביום ה- 10 בספטמבר 2023 בכתבת העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית - סטטוס ובו כתבו האקטוארים **פקאי לישנא:**

שיטת מכפיל הכנסות הינה מקרה פרטי של שיטת ה- DCF. בשיטת מכפיל הכנסות מחושב שווי הנכס על ידי הפחלת מכפיל אומדן הכנסות יציג (לרוב, הכנסות ב- 12 חודשים האחרונים שקדמו למועד הערכת) במכפיל הכנסות ראוי. חשוב להסביר כי מכפיל הכנסות כולל בחובו תחזית לגבי מרכיבי הכנסות והוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הפחית והערבת סביבת הסיכון בה היא פועלת. למעשה המספר הקטן הנה מכפיל הכנסות מייצג הערכת שווי בשיטת ה- DCF בעבודה על ידי שוק ההון. המכפלת הנקראת מכפיל הכנסות יציג מתקבל שווי הפעילות העסקית בתכולת אחד, הכולל בחובו הן את הכנסים הממושיים והן את הכנסים הבלתי ממושיים (לידת מוניטין).

נסביר כי קיימות שתי שיטות של מכפיל הכנסות: (1) מודל מכפיל שווי הפעילות (קרי, השווי התפעולי) לסק הכנסות (המכונה EV/Sales או TEV/Revenue); (2) מודל מכפיל שווי החברה (קרי, שווי האקטוארי) או שווי הונה העצמי של החברה) לסק הכנסות (המכונה EV/Sales או Price - End Game). בניד תוצאות המודל האחרון (P/S) הוא שווי החברה (כלומר, ה- End Game הרצוי של כל הערכת שווי חברה), הרי שתוצאת המודל הראשון (TEV/Revenue) הוא שווי הפעילות - מה שאומר שבניד לעשות שימוש במודל הראשון (TEV/Revenue) אם ירוק אם יש לנו את מודל החברה למועד הערכת השווי על מנת לעבור משווי הפעילות לשווי החברה. כאשר אין לנו את מודל החברה למועד הערכת השווי - הרי שלא ניתן לעבור משווי הפעילות לשווי החברה ולכן אין ברירה אלא לעשות שימוש במודל האחרון (P/S).

אז למרות שאין בידי מאזן של החברה למועד הערכת השווי, ואין לי מידע על החוב הפיננסי ברטו שלה, כמו גם על המזומן של חברתי להשתמש בשיטת מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales חף שימוש בשיטת מכפיל ההכנסות מסוג Price/Sales. את המידע חסר לי אשלים באמצעות הנחות סבירות מתוך ממוצעים ענפיים. לפיכך, על מנת לבצע הערכת שווי על בסיס שיטת מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales אוני זקוק לאומדן הכנסות יציג, למכפיל הכנסות ראוי מסוג EV/Sales, ליחס מינוף פיננסי ראוי מסוג D/(D+E), ולשיעור מזומן ראוי מסוג Cash/Firm Value. מאחר ואין בידי דוח רווח והפסד של החברה למועד הערכת השווי, כל שנותר לי הוא לחפש מידע שחינוי נטובת הערכת השווי של חברתי האינטרנט.

מועד החישוב
מועד החישוב הינו יום ה- 31 בדצמבר 2024 והוא ששימש כבסיס לחישובי.

אומדן הכנסות יציג
על מנת לגבש אומדן הכנסות יציג לחברה אני זקוק לכל הפרות לנתון אודות הכנסות החברה לשנת 2023. אסביר כי מדובר בטכניקה המסורתית לאמידת הכנסות עתידיות חזויות של חברה על ידי שימוש בתנאים היסטוריים שנמדדו מתוך סדרת נתונים תעתי (time-series) של הכנסות החברה (מקובל למשך 6 שנים) או לחילופין מתוך הכנסות החברה בשנה שקדמה למועד הערכת השווי (שנת 2023 במקרה דנן שלפנינו). ההנחה העומדת בבסיס טכניקה זו היא כי ניסיון העבר יחזור על עצמו, וכי *ex-post* הכנסות החברה השנתיות העדכניות ביותר מהוות אומדן טוב להכנסות החברה השנתיות העתידיות החזויות. מחד גיסא, ככל שנבחר יותר תצפיות לצורך אמידת הכנסות החברה השנתיות העתידיות החזויות, נשג דיוק רב יותר, אך כנגד זאת תצפיות כה רבות יכולות שלא לשקף את מצבה הנוכחי של החברה כמו גם את התנאים הכלכליים העתידים.