



# מורה נבוכים למכפיל השווי

מעריך השווי המוערך האקטואר [רועי פולניצר](#) מסביר לעורך דין למשפחה מהו מכפיל שווי בראייתו ולמה לשיטתו המכפיל אינו מהווה מדד מימוני לתקופת ההחזר כמו מדד המח"מ המתוקן (Modified Duration) בעולמות האג"ח.

מקצב הצמיחה של חברת מזל, הווה אומר ששיעור הצמיחה השנתי הקבוע של הדיבידנדים הצפויים להתקבל ממניית רועי הינו גבוה יותר משיעור הצמיחה השנתי הקבוע של הדיבידנדים הצפויים להתקבל ממניית מזל. זכור קבעתי כבר ששיעור הצמיחה פועל על מכפיל השווי ביחס ישר. זה כאמור הסבר סביר נוסף לפער/ההפרש שבין מכפילי הרווח של שתי החברות.

הסברים סבירים אחרים לפער/ההפרש שבין מכפילי הרווח של שתי החברות במקרה דנן שלפנינו, אשר אינם נובעים ישירות מנוסחת גורדון, יכולים להיות שיקולי מסחר (למשל, שבמניית רועי יש מסחר ער, ישנן עסקאות קנייה ומכירה מדי יום ובספר הפקודות של מניית רועי בבורסה יש מוכרים וקונים ובכל יום יש ציטוט חדש למחיר המניה בעוד שבמניית מזל לא, לחילופין שיקולי סנטימנט בשוק (למשל, שהמשקיעים בשוק פשוט "מתים" על מניית רועי ולכן היא נהנית מסנטימנט חיובי שמנפח את ערכה ובעקפיין את שווי חברת רועי, בעוד שמניית מזל לא נהנית מסנטימנט כזה. אני שולל מכל וכל את האפשרות בדוגמא שלפנינו לסנטימנט ענפי שלילי, כי הרי אמרנו ששתייהן פועלות באותו ענף ולכן הסנטימנט הענפי כלפי שתיהן אמור היה להיות זהה. מאותו הטעם אני גם שולל את האפשרות לסנטימנט כללי שלילי, כי הרי אמרנו ששתייהן נסחרות באותה הבורסה ולכן הסנטימנט הכללי כלפי שתיהן גם הוא אמור להיות זהה) או לחילופין שיקולי שליטה/מיעוט/רוב (הסבר של שיקולים אלו חורג ממסגרת מאמר זה).

המסקנה המתבקשת מהדוגמא שנתתי היא שאם חברה כלשהי נסחרת במכפיל רווח נקי הגבוה יותר ממכפיל השווי המקובל בענף (מה שמעריכי השווי קוראים המכפיל הממוצע הענפי), אזי במכלול מצבי הטבע האפשריים אשר בחנתך, או שאותה חברה טובה יותר (מבחינת ביצועיה הפיננסיים והתפעוליים) מהחברות האחרות בענף ולכן היא בדין מתומחרת ביתר, לחילופין לאותה חברה יש יותר מזומנים בקופה מאשר לחברות האחרות בענף או לחילופין חילופין שאותה חברה היא ממש חברה ממוצעת בענף (המתנהגת ממש כמו הממוצע הענפי) ושלא בצדק מתומחרת ביתר ולכן ייתכן שמחיר מנייתה יירד בקרוב (כלומר- שהשוק יתקן את העיוות שנוצר), אך לא בהכרח (כי השוק לא עובד אצל אבא שלי ולא מחתים שעון אצל אמא שלי).

על אותו משקל ניתן לומר שאם חברה כלשהי נסחרת במכפיל רווח נקי הנמוך יותר ממכפיל השווי המקובל בענף, אזי במכלול מצבי הטבע האפשריים אשר בחנתך, או שאותה חברה פחות טובה (מבחינת ביצועיה הפיננסיים והתפעוליים) מהחברות האחרות בענף ולכן היא מתומחרת ביתר בצדק, לחילופין לאותה חברה או שאין מזומנים בקופה או שיש לה פחות מזומנים בקופה מאשר לחברות האחרות בענף היא ממש חברה ממוצעת בענף (המתנהגת ממש כמו הממוצע הענפי) ומתומחרת בחסר שלא בצדק ולכן ייתכן שמחיר מנייתה יעלה בקרוב, אך לא בהכרח.

חברות השייכות לענף האופנה שמניותיהן רשומות למסחר באותה הבורסה (נגיד בבורסה לניירות ערך בתל-אביב): חברת רועי וחברת מזל. לחברת רועי יש רווח נקי שנתי של 1 מיליון ש"ח ושווי השוק הונה העצמי בבורסה (קרי, מכפלת מחיר מנייתה במספר המניות הנפרעות שלה) הוא 10 מיליון ש"ח. לפיכך, מכפיל הרווח הנקי של חברת רועי בבורסה הוא 10. לחברת מזל, מאידך, יש רווח נקי שנתי של 2 מיליון ש"ח ושווי השוק של הונה העצמי בבורסה (קרי, מכפלת מחיר מנייתה במספר המניות הנפרעות שלה) הוא 10 מיליון ש"ח. לפיכך, מכפיל הרווח הנקי של חברת מזל בבורסה הוא 5.

כעת נשאלת השאלה, מה זה אומר שלחברת רועי יש מכפיל של 10 בזמן שלחברת מזל יש מכפיל רק של 5, הלא אמרתי שאני מסתכל על מכפיל השווי בתור שווי והרי שווי השוק של שתי החברות הוא זהה, אז הכיזא זה? אני לא טעית, אם הרווח הנקי של חברת מזל היה זהה לרווח הנקי של חברת רועי (רק 1 מיליון ש"ח לשנה), אז תחת הנחת מכפיל רווח נקי ראוי של 5, שווי השוק של חברת מזל היה רק 5 מיליון ש"ח ולא 10 מיליון ש"ח. כלומר, אני בא וטוען שבהנחת 2 חברות דומות עם מכפיל שווי שונים (ביחס לאותו פרמטר במכנה - וזה חשוב ביותר, לא שאחד הוא מכפיל הכנסות והשני הוא מכפיל הון עצמי ובנוסף, שהפרמטר במונה שלהן הוא אותו פרמטר - וגם זה חשוב משיקולים של חוב פיננסי, מזומן ונכסים עודפים) ועם אותו פרמטר חשבונאי זהה (אותן הכנסות מבחינת גודל, אותו רווח או אותה הון עצמי) - הרי שהשווי שלהן יהיה שונה. ולכן אני מתייחס למכפיל השווי בתור שווי.

במקרה דנן שלפנינו, השוק מעריך ב- 10 מיליון ש"ח גם את חברת רועי שיודעת לייצר רווח שנתי של 1 מיליון ש"ח בשנה וגם את חברת מזל שיודעת לייצר רווח שנתי כפול מזה של חברת רועי. נשאלת השאלה למה? איך זה מסתדר שחברה שיודעת לייצר פי 2 רווח מחברה אחת שדומה לה, תהיה שווה כמו אותה חברה דומה? אעיר רק כי באומרי חברה דומה, כוונתי היא לחברה שדומה במאפייניה לפעילות החברה המוערכת.

אז התשובה לשאלה שהעלתי טמונה דווקא בנוסחת מכפיל הרווח של גורדון מ- 1962. הסבר אחד לפער/ההפרש שבין מכפילי הרווח של שתי החברות במקרה דנן, הוא שיתכן שהשוק "תופס" את חברת רועי כמסוכנת פחות מאשר חברת מזל, מה שגוזר בתורו ששיעור ההיוון הנדרש על ידי משקיעים במניות חברת רועי הינו נמוך יותר משיעור ההיוון הנדרש על ידי בעלי משקיעים במניות חברת מזל. זכור קבעתי כבר שיעור ההיוון פועל על מכפיל השווי ביחס הפוך ולכן אם חברת מזל נתפסת בשוק כמסוכנת יותר מאשר חברת רועי, הרי שאך טבעי וברור ששיעור התשואה הנדרש ע"י משקיע במניית מזל (עבור רמת סיכון המתאימה למניית מזל) המשמש להיוון זרמי הדיבידנדים הצפויים ממניית מזל (המייצג את רמת הסיכון של חברת מזל) יהיה גבוה יותר משיעור התשואה הנדרש ע"י משקיע במניית רועי (עבור רמת סיכון המתאימה למניית רועי) המשמש להיוון זרמי הדיבידנדים הצפויים ממניית רועי (המייצג את רמת הסיכון של חברת רועי). זה כאמור הסבר סביר אחד לפער/ההפרש שבין מכפילי הרווח של שתי החברות.

הסבר סביר נוסף לפער/ההפרש שבין מכפילי הרווח של שתי החברות במקרה דנן שלפנינו, הוא שיתכן מאוד שחברת רועי צומחת בקצב הרבה יותר גבוה

א. תמול פנה אליי עו"ד לענייני משפחה, "שמעתך שאתה מומחה למכפילים", הוא אמר. "כן", ענית, "להערכתך, אני יודע על מכפילי שווי הרבה יותר ממרבית השחקנים בשוק ואף העברתי קורס בן 12 מפגשים רק על מכפילי שווי". "מעריך שווי מסוים הסביר לי שהמכפיל הוא תקופת ההחזר של ההשקעה בחברה, וככל שהמכפיל גבוה יותר כך נחזיר את ההשקעה בתקופת זמן ארוכה יותר".

"לי כבר-סמכא להערכתך שווי יש בעיה עם ההגדרה הזו", אמרתי. "מדוע?", הוא שאל. "ראשית, מכפיל שווי הנו יחס בין שווי לבין פרמטר חשבונאי", ענית, "שנית, מכפיל השווי הוא פונקציה של שיעור ההיוון ושיעור הצמיחה, כאשר שיעור ההיוון המייצג סיכון, סכנה ואי וודאות, משפיע על המכפיל ביחס הפוך (ככל ששיעור ההיוון גבוה יותר כך המכפיל נמוך יותר) בעוד ששיעור הצמיחה המייצג עלייה, גידול והשגחה משפיע על המכפיל ביחס ישר (ככל ששיעור הצמיחה גבוה יותר כך המכפיל גבוה יותר)". "רגע, אז אתה אומר שהזמן הוא לא פקטור במכפיל?", הוא שאל. "אני אומר שבנוסחת מכפיל הרווח הנקי שהציג מיירון גורדון בשנת 1962, הזמן איננו פרמטר", ענית, "וגם לא במכפיל שהציג גיימס טובין המכונה ה-Q של טובין". "זה מעניין", הוא אמר, "אז אני כבר לא מבין מהו המכפיל". "אולי בכלל מי שהסביר לך איננו מעריך שווי", עקצתי. מכאן אני רוצה להתחיל את המאמר שלי.

אז מהו בכלל מכפיל שווי? מכפיל שווי באופן כללי הוא היחס שבין שווי כלשהו (של פעילות עסקית או של הון עצמי, בין אם במונחי שווי שוק ואם במונחי שווי כלכלי) לבין פרמטר חשבונאי כלשהו (כגון: הכנסות, רווח תפעולי, רווחי EBITDA, רווח נקי, הון עצמי וכו'). ראשית, אני מתייחס למכפיל השווי בתור שווי אבסולוטי ושנית במאמרי אני מגדיר את המכפיל השווי כיחס שבין תוצאת מודל ה-DCF עבור חברה מסוימת (שאותו הכינו או ערכו המשקיעים בשוק ההון) לבין פרמטר חשבונאי (מאזני או תוצאתי) מסוים של אותה חברה. כך שלמעשה מכפיל שווי הוא מקרה פרטי של ה-DCF. הבעיה היא שאנחנו לא יודעים לפרוס את עבודת ה-DCF הגלומה במכפיל לתחזית פיננסית מלאה ולשיעורי היוון היות שמדובר במשוואה אחת עם 220 נעלמים וכל מי שסיים 3 י"ח מתמטיקה יודע שאם מספר הנעלמים גבוה ממספר המשוואות הנתונות, אזי יש אינסוף פתרונות לנעלמי משוואה (בתחום הערכות השווי למשוואה או קוראים מודל ולנעלמים או קוראים פרמטרים). תסבירו לעצמכם מה קורה אם מספר הנעלמים נמוך ממספר המשוואות הנתונות.

בראייתי, מכפיל השווי מבסס לנו כלל או חוקיות כלשהי לגבי המרחק היחסי או את הגובה היחסי של השווי (נגיד שווי ההון העצמי של חברה שהוא למעשה שווי החברה) ביחס לפרמטר מסוים (נגיד הרווח הנקי שלה) כמכפלה (כלומר, פי כמה) ואשר בעזרתו או יכולים לתמחר חברות דומות ומכאן להקיש לגבי אופן התמחר של השוק חברות הדומות לחברה המוערכת.

נסביר זאת באמצעות דוגמא. נניח שיש לנו 2

אני מקבל כאן כסף ואני רוצה להכניס כמה שיותר כסף לכיס, צודק?". "לחלוטין", עניתי. "אז מה בכל זאת אתה יכול להגיד לי על הקשר שבין המכפיל לבין הזמן?", הוא שאל.

"ניקח תיק של סוכן ביטוח עם הכנסות שנתיות 2 מיליון ש"ח", אמרתי, "נניח שביצעתי הערכת שווי לתיק וגיליתי שהתיק שווה 4 מיליון ש"ח, כלומר שמכפיל ההכנסות הגלום המשתמע משווי התיק שקיבלתי הוא 2. אז אם אני נותן ייעוץ ללקוח שרוצה לקנות את התיק, אני אייץץ לו לקנות את התיק לפי מכפיל הכנסות של 1, כלומר, לשלם על התיק רק 2 מיליון ש"ח ובכך להחזיר את סכום רכישת התיק בתוך שנת פעילות אחת, בהנחה שהתיק יודע לייצר כל שנה הכנסות בסך 2 מיליון ש"ח. צריך לתת את הדעת על כך שההכנסות השנתיות לא מתקבלות ביום-אחד לא בתחילת השנה ולא בסוף השנה, אלא טיפין טיפין על פני השנה ולכן בהיעדר הישג ישיב כאן כשל מימוני". "אז אני מבין עכשיו", אמר עורך הדין, "ש"אם היית מייץץ ללקוח שמתחיל בתיק ורוצה למכור אותו בטח היית אומר לו למכור את התיק לפי מכפיל הכנסות של 3, כלומר, לדרוש על התיק 6 מיליון ש"ח – מה שאומר שהוא יחזיר לעצמו את סכום ההשקעה בתוך 3 שנות פעילות, תחת ההנחה שההכנסות השנתיות שהתיק יודע לייצר הן 2 מיליון ש"ח לשנה". "אין ספק שאתה לומד מהר", קבעתי, "אבל שים לב שכל המשחק הזה של שלנו עם תקופת החזר מתעלם הן מהעובדה שההכנסות השנתיות החזויות אמורות להגיע אי שם בעתיד והן מהסיכון שההכנסות השנתיות החזויות לא יגיעו בכלל או רק בחלקן". "מדעים", אמר עורך הדין, "מה אני עוד צריך לדעת על מכפילים?". "אתה צריך לדעת שמכפיל שווי מתחלקים בגדול לשתי משפחות: מכפיל שווי תפעולי (כלומר, ברמת הפירמה) ומכפיל שווי אקוויטי (קרי, ברמת בעלי המניות) ולצדדי חלק ניכר מההשקנים בתחום הערכות השווי בישראל אינו יודע לבנות או לחשב נכון מכפיל שווי. חלקם לוקחים במונה את שווי הפעילות העסקית של החברה (קרי, את השווי התפעולי המתחלק באופן כללי בין בעלי החוב השונים לבין מחזיקי ההון העצמי) ומחלקים אותו בפרמטר חשבונאי השייך רק למחזיקי ההון העצמי (כגון: הרווח הנקי או סך ההון העצמי), בעוד שהיתר לוקחים במונה את שווי הונה העצמי של החברה (קרי, את שווי האקוויטי השייך רק למחזיקי ההון העצמי) ומחלקים אותו בפרמטר חשבונאי השייך הן לבעלי החוב השונים של החברה והן למחזיקי ההון העצמי (כגון: הכנסות, רווח תפעולי, EBITDA וכו')."

"אדיר", הוא אמר. "ראש הממשלה אוהב להגיד כבר ולא אדיר", אמרתי, "ואם כבר בממשלה עסקינן, אז כאן גם המקום לציין שהשנה מונית על ידי סגן ראש הממשלה ושר המשפטים לתפקיד חבר בוועדה לבחירת מעריכי שווי לבתי משפט", אמרתי לו, "אני מתכוון בריצונת לעשות סדר בתחום". "ממה ששמעתי בליד מזו שנתנה לי את הטלפון שלך, הבנתי שכבר עשית סוג של סדר מסוים בשוק הזה בעשור האחרון עם הקמתך את הלשכה". "אמת ויציב", עניתי, "הבעיה שנתנה היא שכל מי שיש לו דופק ותועלת זהות יכול להיחשב על ידי בעתי למשפט בישראל למעריך שווי ואני הולך בעתות ללאקונה הזאת סוף".

הסבר סביר נוסף לפער/ההפרש שבין מכפיל הרווח של שתי החברות במקרה דנן שלפנינו, הוא שיינתן מאד שחברת יעקב צומחת בקצב נמוך יותר מקצב הצמיחה של חברת אורי, הווה אומר ששיעור הצמיחה השנתי הקבוע של הדיבידנדים הצפויים להתקבל ממניית יעקב הינו נמוך יותר משיעור הצמיחה השנתי הקבוע של הדיבידנדים הצפויים להתקבל ממניית אורי וכבר אמרתי ששיעור הצמיחה פועל על מכפיל השווי ביחס ישר. זהו כאמור הסבר סביר נוסף לפער/ההפרש שבין מכפילי הרווח של שתי החברות.

הסברים סבירים אחרים לפער/ההפרש שבין מכפילי הרווח של שתי החברות במקרה דנן שלפנינו, אשר אינם נובעים ישירות מנוסחת גורדון, יכולים להיות שיקולי מסחר (למשל, שבמניית יעקב אין כמעט מסחר וספר הפקודות הוא לא סימטרי כך שיש פקודות מכירה אבל אין מולן פקודות קנייה, מה שאומר שבמשך שבועות אין ציטוט חדש למחיר המניה), לחילופין שיקולי סנטימנט בשוק (למשל, המשקעים בשוק פשוט סולדים ממניית יעקב ולכן היא סובלת מסנטימנט שלילי שפוגע בערכה ובעקיפין בשווי חברת יעקב בעוד שמניית אורי לא סובלת מסנטימנט כזה. אני שולל את האפשרות לסנטימנט ענפי שלילי, כי הרי אמרנו ששתייהן פועלות באותו ענף ולכן הסנטימנט הענפי כלפי שתייהן אמור היה להיות זהה. מאותו הטעם אני גם שולל את האפשרות לסנטימנט כללי שלילי, כי הרי אמרנו ששתייהן נסחרות באותה הבורסה ולכן הסנטימנט הכללי כלפי שתייהן גם הוא אמור להיות זהה) או לחילופין חילופין שיקולי שליטה/מיעוט/רוב (הסבר מלא של שיקולים אלו חורג ממסגרת מאמר זה).

כעת אסביר מדוע אני לא אוהב את ההגדרה הנפוצה בקרב רואי חשבון לפיה המכפיל הינו מדד לתקופת החזר ההשקעה בשנים. ראשית, המכפיל לא ממד ביחידות מדידה של זמן וכפי שהסברתי הזמן אינו פרמטר בנוסחת גורדון למכפיל הרווח. שנית, ההגדרה הזו שגויה כי גם אם נניח לרגע שאותם רואי חשבון צודקים ואכן המכפיל מהווה מדד לתקופת החזר במונחי שנים, הרי שתקופת החזר זו אינה מביאה בחשבון את עיתוי/זמון התזרימים בתוך התקופה והרי כל כלכלן (אך לא בהכרח כל רואה חשבון) יודע שלא סתם מחברים תזרימי מזומנים המתקבלים בנקודות זמן שונות (נער) הייתי וגם זקנתי וכבר ראיתי חוות דעת של פירמת רואי חשבון שבה חוברו להם יחידו סכומים המתקבלים בנקודות זמן שונות בעתיד מבלי לתת את הדעת לסיכונים שוק ולסיכונים אש"א. שלישית, ההגדרה הזו שגויה כי שוב אם נניח לרגע שאותם רואי חשבון צודקים ואכן המכפיל מהווה מדד לתקופת החזר במונחי שנים, הרי שאין יכולת לקבוע אובייקטיבית מה צריכה להיות תקופת החזר הנורמטיבית המייצגת הראויה. לפיכך, אני בא וטוען שההגדרה של מכפיל שווי כתקופת החזר היא אומנם הגדרה נפוצה (ואולי פשוטה להבנה להדיוטות – ואולי משום כך מלמדים אותה בקורסים בחשבונאות) אך היא איננה נכונה מבחינה מימונית.

"אז מה עדיף?", שאל אותי עורך הדין, "חברה עם מכפיל גבוה או חברה עם מכפיל נמוך?". "עדיף למי?", שאלתי את עורך הדין, "הלא אמרתי לך שאני מסתכל על המכפיל השווי בתור שווי, אז תנסה לענות באמצעות הפריזמה שלי על השאלה שלך". "אם כך, אז התשובה פשוטה", ענה עורך הדין, "אם אני הצד שקונה את החברה אז אני מחפש שווי כמה שיותר נמוך כי אני משלם פה כסף ואני רוצה להוציא כמה שפחות כסף מהכיס, בעוד שאם אני הצד שמוכר את החברה אז אני רוצה שווי כמה שיותר גבוה כי

בדוגמה הקודמת לחברת רועי ולחברת מזל היה שווי שוק דומה ורווחים נקיים שנתיים שונים, כעת אציג מקרה הפוך ונתח אותו. נניח שיש לנו 2 חברות השייכות לענף התקשורת שמניותיהן רשומות למסחר באותה הבורסה (נניח בבורסה לניירות ערך בתל-אביב): חברת אורי וחברת יעקב. לחברת אורי יש רווח נקי שנתי של 2 מיליון ש"ח ושווי השוק של הונה העצמי בבורסה (קרי, מכפלת מחיר מנייתה במספר המניות הנפרעות שלה) הוא 20 מיליון ש"ח. לפיכך, מכפיל הרווח הנקי של חברת אורי בבורסה הוא 10. לחברת יעקב יש גם רווח נקי שנתי של 2 מיליון ש"ח ושווי השוק של הונה העצמי בבורסה (קרי, מכפלת מחיר מנייתה במספר המניות הנפרעות שלה) הוא 10 מיליון ש"ח. לפיכך, מכפיל הרווח הנקי של חברת רועי בבורסה הוא 5. כעת נשאלת השאלה, מה זה אומר שלחברת אורי יש מכפיל של 10 בזמן שלחברת יעקב יש מכפיל רק של 5. הלא אמרתי שאני מסתכל על מכפיל השווי מאחר והרווח הנקי של שתי החברות הוא זהה (2 מיליון ש"ח) אז קל לנו לנתח את המקרה שלהן.

כזכור אמרתי שאני מסתכל על מכפיל השווי בתור שווי לכל דבר ועניין וכאן באמת שווי השוק של שתי החברות הוא שונה. מדוע הוא שונה? כי הרווח הנקי של חברת יעקב זהה לרווח הנקי של חברת אורי (2 מיליון ש"ח לשנה), אז תחת הנחת מכפיל רווח נקי ראוי של 5, שווי השוק של חברת יעקב הוא רק 10 מיליון ש"ח ולא 20 מיליון ש"ח, כמו זה של חברת אורי. שוב, אני בא וטוען שבהינתן 2 חברות דומות עם מכפילי שווי שונים (ביחס לאותו פרמטר במכנה – וזה חשוב ביותר, לא שאחד הוא מכפיל הכנסות והשני הוא מכפיל הון עצמי ובנוסף, שהפרמטר במונה שלהן הוא אותו פרמטר – וגם זה חשוב משיקולים של חוב פיננסי, מזומן ונכסים עודפים) ועם אותו פרמטר חשבונאי זהה (אותן הכנסות מבחינת גודל, אותו רווח או אותו הון עצמי) – הרי שהשווי שלהן יהיה שונה. ולכן אני מתייחס למכפיל השווי בתור שווי.

במקרה דנן שלפנינו, השוק מעריך בפי 2 את שווייה של חברת אורי לעומת חברת יעקב, למרות ששתייהן יודעות לייצר אותו רווח נקי שנתי. נשאלת השאלה למה? כיצד זה שחברה שיודעת לייצר בדיוק אותו הרווח כמו חברה שדומה לה, תהיה שווה פי 2 מאותה חברה דומה? אעיר שוב רק כי באומרי חברה דומה, כוונתי היא לחברה התיאמת בקירוב לפעילות ולחיקף החברה המעורכת.

פעם נוספת התשובה לשאלות שהעלתי מסתתרת בתוך נוסחת מכפיל הרווח של גורדון מ-1962. הסבר אחד לפער/ההפרש שבין מכפילי הרווח של שתי החברות במקרה דנן שלפנינו, הוא שיינתן שהשוק "תופס" את חברת אורי כיותר בטוחה מאשר חברת יעקב, מה שגורר מכך ששיעור ההיוון הנדרש על ידי בעלי המניות של חברת אורי הינו נמוך יותר משיעור ההיוון הנדרש על ידי בעלי המניות של חברת יעקב וכבר אמרתי ששיעור ההיוון פועל על המכפיל ביחס הפוך. במילים אחרות, אם חברת יעקב נתפסת בשוק כמסוכנת יותר מאשר חברת אורי, הרי שאך טבעי וברור ששיעור התשואה הנדרש ע"י משקיע במניית יעקב (עבור רמת סיכון המתאימה למניית יעקב) המשמש להיוון זרמי הדיבידנדים הצפויים ממניית יעקב (המייצג את רמת הסיכון של חברת יעקב) יהיה גבוה יותר משיעור התשואה הנדרש ע"י משקיע במניית אורי (עבור רמת סיכון המתאימה למניית אורי) המשמש להיוון זרמי הדיבידנדים הצפויים ממניית אורי (המייצג את רמת הסיכון של חברת אורי). זהו כאמור הסבר סביר אחד לפער/ההפרש שבין מכפילי הרווח של שתי החברות.

**הכותב הוא אוטוריטה מקצועית ידועה ומוכרת בישראל בתחומים של אקטואריה והערכות שווי, מומחה לאקטואריה, בר סמכה בהערכות שווי ובעל מקצוע מוערך בתחומים הללו שעל סמך משקלו הסגולי בתחומים הללו הקים את לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל.**