

מכפילי Price/Sales בארה"ב לשנת 2023		
ענף	משקל	מכפילי הכנסות
Utility (General)	97.5%	2.25
Transportation	2.5%	1.31
מומוצע משוקלל	100%	2.22

דיסקאונט משולב בגין הבדלי גודל ואזור גיאוגרפי

הואיל ופעם אחת מכפילי הכנסות של המלומד נגזרו מתוך מדגמים של חברות בענף שהחברה המוערכת היא חברה קטנה בהשוואה לחברות אלה ופעם שניה מאחר ומכפילי הכנסות של המלומד נגזרו מתוך מדגמים של חברות המועלות בארה"ב בעוד שהחברה המוערכת פועלת בעיקר בישראל - הרי שגדרש להעביר את המכפילי הכנסות שמצאתי הן דיסקאונט בגין הבדלי גודל בין חברות המדגם של המלומד לבין החברה והן דיסקאונט בגין הבדלי אזור גיאוגרפי. במאמרו של האקטואר יוסי דקל (2022) שכותרתו "צעת הערכת שווי חברה פרטית בישראל יש לבצע הפחתה בשיעור של לפחות 40% ממכפילי השווי המצוטטים של דומאראו" אשר פורסם ב- 25 באפריל 2022 בכתב 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, בחרתי להחיל דיסקאונט של 40% בגין הבדלי גודל ודיסקאונט נוסף של 15% בגין אזור גיאוגרפי שונה. לפיכך, בחרתי בעבודתי להחיל דיסקאונט משולב של 55% בגין הבדלי גודל ואזור גיאוגרפי על מכפיל הכנסות הראוי שמצאתי. לפיכך, השתמשתי בחישובי במכפיל הכנסות ראוי לחברה מסוג Price/Sale מתוקנן של 1.0 כדלקמן:

$$2.22 \times (1 - 0.55) = 1.00$$

אמנם מועד הערכת השווי שלי הוא ה- 8.12.2024 אך את החישוב ביצעתי כפי שגראה להלן ל- 31.12.2024. הסיבה לכך היא שלחברתי ערכו של ההפרש שבין שווי החברה ב- 8.12.2024 לבין שווי החברה ב- 31.12.2024 הוא אפס, לחילופין הוא זניח או לחילופין חילופין הוא אינו משמעותי.

הערכת שווי החברה בשיטת המכפיל נכון ל- 31 בדצמבר 2024		
מיליוני ₪		
2.25	מכפילי הכנסות ממוצע על ענף ה- Utility (General) בארה"ב	97.5%
1.31	מכפילי הכנסות ממוצע על ענף ה- Transportation בארה"ב	2.5%
2.22	מכפילי הכנסות ראוי לחברה מסוג Price/Sales	
55%	דיסקאונט בגין הבדלי גודל ואזור גיאוגרפי שונה	
1.00	מכפילי הכנסות ראוי לחברה מסוג Price/Sales מתוקנן	
2,000	אומדן הכנסות לפני של החברה	
2,001	שווי החברה לפני DLOM ל- 31.12.2024	

לפיכך, הנחתי כי שווי החברה ליום ה- 31.12.2024 שקביעתי בשיטת מכפיל הכנסות הנו רלוונטי ותקף גם למועד הערכת השווי, יום ה- 8.12.2024.

הערכת שווי החברה בשיטת המכפיל נכון ל- 8 בדצמבר 2024		
מיליוני ₪		
2,001	שווי החברה לפני DLOM ל- 31.12.2024	
0%	התאמת השווי מה- 8.12.2024 ל- 31.12.2024	
2,001	שווי החברה לפני DLOM ל- 8.12.2024	

ריכוז תוצאות הערכת השווי

להערכתו ועל בסיס חישובי, בכפוף לסייגים לעיל, שווי הונה העצמי של החברה נאמד ליום ה- 8 בדצמבר 2024 בגישה הכלכלית על בסיס שיטת מכפיל הכנסות בכ- 2,001 מיליון שקלים חדשים (כ- 2.0 מיליארד שקלים חדשים).

על מעריך השווי

האקטואר רועי פולניצר הוא כלכלן רב הישגים ותפקידים, הנחשב לגורם סמכותי ומעורר ביותר בתחומי הערכות השווי והאקטואריה בישראל. עיקר מומחיותו של האקטואר פולניצר היא בתחומי המימון, הערכות השווי, האקטואריה, ניהול הסיכונים, ההנדסה הפיננסית והנגזרים. האקטואר פולניצר הוא מייסד ויו"ר לשכת מערכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) והוא אף עמד בראש וועדה שדנה והמליצה לגבי מדיניות הערכת שווי עבור עובדי רשות המסים בישראל. בשנת 2024 הוא מיוסד על ידי סגן ראש הממשלה ושר המשפטים לכהן הן כחבר בוועדה סטטוטורית לבחירת אקטוארים מטעם בתי המשפט בישראל והן כחבר בוועדה ממשלתית לבחירת כלכלנים (מערכי שווי) מטעם בתי המשפט בישראל.

אסביר כי מדובר בטכניקה המסורתית לאמידת הכנסות עתידיות חזויות על חברה על ידי שימוש בנתונים היסטוריים שנמדדו מתוך סדרת נתונים עתית (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 אמד טוב להכנסות החברה השנתיות העתידיות החזויות. מאחר גישה, ככל שנבחר יותר תצפיות לצורך לאמידת הכנסות החברה השנתיות העתידיות החזויות, נשיג דיוק רב יותר, אך כנגד זאת תצפיות כה רבות יכולות שלא לשקף את מצבה הנוכחי של החברה כמו גם את התנאים הכלכליים העתידיים.

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 חזני שכותרתה "דן ערכת להנפקת פעילות התחבורה לפי 2 מיליארד שקל" אשר פורסמה ב- 22 ביוני 2024 בכלכליסט. בכתבתו מצייני חזני "דן היא חברה פרטית שהכנסותיה אונן מפורסמות באמצעות כרטיסי 1.5-2 מיליארד שקל בשנה".

אומדן נוסף להכנסות החברה מצאתי במאמרם של בכר ופולניצר (2024) שכותרתו "כמה שווה מניית דן חברה לתחבורה ציבורית בע"מ? וכמה שווה מניית הגישור שניתנה לחבר דן?" אשר פורסם ב- 14 במרץ 2024 בכתב העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית - סטטוס. במאמרם מציינים האקטוארים כי אומדן הכנסות החברה לשנת 2018 נאמד בכ- 2,000 מיליון שקלים חדשים (קר, 2 מיליארד שקלים חדשים).

לפיכך, להערכתי הגבול העליון של אומדן הכנסות החברה שבו נקב חזני (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 חזני (1,500 מיליון שקלים חדשים). לפיכך, השתמשתי בחישובי באומדן הכנסות יציג של 2,000 מיליון שקלים חדשים.

ענף מייצג

בתאם להסבר שניתן בחלק המתודולוגיה לעיל, הענפים המייצגים את פעילות החברה הינם כאמור ענף ה- Utility (General) בארה"ב וענף ה- Transportation בארה"ב והמשקולות שייחסתי 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 Price/Sales, מאחר ואין מכפילי הכנסות מסוג EV/Sales, מאחר ואין בידי מאזן של החברה ועל כן אין לי מידע לגבי החוב הפיננסי ברוטו ויתרת המזומן של החברה ועל כן לא יהיה לי דרך לרדת מרמת "השווי התפעולי" של החברה לרמת "שווי האקטוארי" של החברה, שהוא ה- End Game של הערכת שווי החברה (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" בדבר מכפילי הכנסות מסוג Price/Sales של המלומד בעבור ענפים שונים בארה"ב לשנת 2023. מכפיל הכנסות הממוצע של ענף ה- Utility (General) בארה"ב לשנת 2023 נאמד ב- 2.25 (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- 1.31 (בהתבסס על מדגם של 36 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסות בארה"ב). לפיכך, מכפיל הכנסות הראוי לחברה נאמד על ידי בכ- 2.22, כפי שניתן לראות בטבלה שלהלן:

נוספים העשויים להשפיע על אומדן השווי המסוים של החברה המוערכת, בשונה מחברות אחרות מתחום דומה, לרבות שוקי יעד שונים, שיעור צמיחה, שינוי בתמהילי הכנסות, ההוצאות או מבני הון שונים

ברגיל, קיימים מכפילי שווי רבים, כגון: מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales, מכפיל הכנסות מסוג Price/Sales, מכפיל רווח גולמי / EV, מכפיל EV/EBITDA, מכפיל EV/EBIT, מכפיל רווח נקי Price/Earnings ועוד. ברם מערכי שווי תאגידים, להבדיל ממשקיעים בשוק ההון, בואם להשתמש בשיטת המכפיל על פי רוב עושים הראשונים שימוש בשיטת מכפיל הכנסות בעוד האחרונים משתמשים בשיטת מכפיל הרווח הנקי. סיבה אחת לכך היא שהלבדיל ממכפיל הרווח הנקי, מכפיל הכנסות 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 להיות חיובי או שלילי, כלומר, הפסד) ולכן ממכפיל זה אין גבולות ברורים (מנטיסיוני כמעריך שווי אני ראיתי מכפילי רווח נקי הנעים בין מינוס 2,000 לפלוס 2,000).

סיבה נוספת לכך שמערכי שווי תאגידים מעדיפים שיטת מכפיל הכנסות נובעת מכך ששיטת מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales היא הלה לטעמי מקרה פרטי של שיטת ה- DCF. מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales "מקפלי" בתוכו הן תחזית פיננסית (לתקופה של 5 שנים + שנה נורמטיבית מייצגת) לגבי מרכיבי הכנסות, וההוצאות וההשקעות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הן שיעור צמיחה פרמנטית והן מחיר מסוקל 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) שכותרתו "חנות יצאת אקטואריות להערכת שווי חברה פרטית בגישת השוק" אשר פורסם ביום ה- 10 בספטמבר 2023 בכתב העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית - סטטוס ובו תבטו האקטוארים פקיא לישאנא:

שיטת מכפיל הכנסות הינה מקרה פרטי של שיטת ה- DCF. ב שיטת מכפיל הכנסות מחושב שווי הנכס על ידי הפחלת מכפיל אומדן הכנסות יציג (לרוב, ההכנסות ב- 12 החודשים האחרונים שקדמו למועד הערכת) במכפיל הכנסות ראוי. חשוב להסביר כי מכפיל הכנסות כולל בחובו תחזית לגבי מרכיבי הכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת מומטיבאל והערכת כביסה סובייקטיבית בה רחוקה מלהיות בעלת המספר הקטן הזה הנקרא מכפיל הכנסות מייצג הערכת שווי בשיטת ה- DCF שנערכה על ידי שוק ההון. מהפחלת מכפיל הכנסות ראוי זה באומדן הכנסות יציג מתקבל שווי הפעילות הסקית במכפיל אדור, הכולל בחובו הן את הכנסות הממוסות והן את הכנסות הבלתי ממוסות (לרבות מניסיון).

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

הואיל ואין בידי מאזן של החברה למועד הערכת השווי, הרי שאין לי מידע על החוב הפיננסי ברוטו שלה, כמו גם על המזומן שלה ועל כן נבצר ממני להשתמש בשיטת מכפיל הכנסות מסוג EV/Sales אלא לעשות שימוש בשיטת מכפיל הכנסות מסוג Price/Sales. לפיכך, על מנת לבצע הערכת שווי על בסיס שיטת מכפיל הכנסות מסוג Price/Sales אני זקוק רק לאומדן הכנסות יציג ולמכפיל הכנסות ראוי. מאחר ואין בידי דוח רווח והפסד של החברה למועד הערכת השווי, כל שנתר לי הוא לחפש מידע שחיוני לטובת הערכת השווי שלי במרחבי האינטרנט.

מועד החישוב

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

אומדן הכנסות יציג

על מנת לגבש אומדן הכנסות יציג לחברה אני זקוק לכל הפחות לתזן אודות הכנסות החברה לשנת 2023.