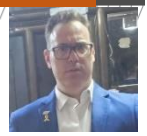


הערכת שווי החברה "דן" בגישה המימונית



מערך השווי המוערך האקטואר רועי פולניצר מבצע הערכת שווי לחברה פרטית באמצעות מה שהוא מכנה "הגישה המימונית".

הערה אינפורמטיבית: הנחת הבסיס האקסיומטית של מערכי השווי בישראל המשתמשים במחקרו של המלומד דביר הממוצעים הענפיים בארה"ב של פרמטרים פיננסיים שונים (כגון: ביתות, פרמיות סיכון שוק, מכפיל שווי, שיעורי מינוף, סטיית תקן ועוד), היא שהענף בישראל שאליו משתייכת החברה שאת שווייה הם מבקשים להעריך מתבססת / מתפלגת בדומה לענף המקביל בארה"ב, ועל כן הפרמטרים הממוצעים שמצטט המלומד בעבור אותו ענף בארה"ב מונחים כמשקפים באופן כלכלי נאות את אותם פרמטרים בדיוק בעבור אותו ענף בישראל.

ענפים בחרו מערכי השווי מחברת BDO זיו האפט ייעוץ וניהול בע"מ בעבודתם "אינדיקציה להערכת שווי החוקות קיסטון בשותפות אגד ליום ה-3 באוקטובר 2022" (להלן: "האינדיקציה").

בעמוד 54 של האינדיקציה, מערכי 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):

צילום מסך של האינדיקציה המראה את הענף Utility (General) באדום.

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

צילום מסך של האינדיקציה המראה את הענף Transportation באדום.

בעוד שענף ה- Transportation נראה ברור וטבעי, ניסיתי לברר מדוע מערכי 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) שכותרים "כמה שוה מניית קואופרטיב אגד? זמנה מתודת פולניצר להערכת שווי חברה ופנייה!" אשר פורסם ב-1 באוקטובר 2023 כתבת העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית - סטטוס. במאמרם מסבירים האקטוארים את סיבתם לשייך החברה דווקא לענף ה- Utility (General) באופן בלעדי. להלן צילום מסך (הסימון באדום הוא שלי):

למרות שישנו חוסר בהירות במסמך של אה"ב (ד"ר ב- NYSE) מסקור ה- General Utility" וחישובו את מכפיל הכנסות הממוצע שלהן לסוף 2016. רשימת התבות מובאת בנספח 1. לעיתים רחוקות, מסקור זה מתקף בצורה הנובעת ביותר את הסיכונים שבאגד- המבנה המשופף של חברות השיבות לסיפור זה כולל פוליות כשלהן של הפדיות במבנת שירות מסוים, בין אם בחברה ממלכתית ובין אם בחברה מהמגזר הפרטי אשר קרילה זיכרון מוסמכת לסיפק את השירות הדרוש. השירות ואי השמעות שאותן חברות מספקות הוא לרוב ניתן לציבור הרחב בדרך של בלעדיות באזור מסוים או בשירות מסוים, דבר אשר מקטין בצורה משמעותית את סיכויי הרישוק, ולכן, הרישוק ביחס לחברה שפועלת בשוק חופשי.

או לאחר שהבנו שמערכי השווי מחברת BDO בחרו ב-2 ענפים מתוך רשימת הענפים שעליהם מנצע המלומד את מחקריו מדי שנה: ענף ה- Utility (General) בארה"ב וענף ה- Transportation בארה"ב, נשאלת השאלה האם 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, התנחה 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. למיכך, 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- Transportation בארה"ב.

שבוע נתבקשתי על ידי עורך דין למשפחה להכין הערכת שווי למניית דן חברה לתחבורה ציבורית בע"מ (להלן: "החברה") ליום 8 בדצמבר 2024 (להלן: "מועד הערכת השווי") במסגרת חוות דעת אקטוארית לאיזון משאבים בין בני זוג עקב הליך גירושי. מאחר ומדובר בהערכת שווי למניה של חברה, הרי שלמעשה יש כאן 2 עבודות שונות: האחת, הערכת שווי של החברה והשנייה, הערכת שווי של מניית החברה.

בנוסף, מכיוון שכנו למועד הערכת השווי החברה הינה חברה פרטית הרי שהיא איננה מפרסמת את דוחותיה הכספיים לציבור. במקרה שבפנינו, הבעל טוען שהנהלת החברה מסרבת לספק לו מידע חיוני לביצוע הערכת השווי כגון: דוחות כספיים הן לשנים שקדמו למועד הערכת השווי והן למועד הערכת השווי, תחזיות תזרימי מזומנים עתידיים והערכות הנהלה עבור 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 באפשרותו של מעריך השווי לבצע הערכת שווי כלכלית לחברה בשיטת ה- DCF הקלאסית היוצאת מהדוחות 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 שובצה 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 בחנתי ולא בדקתי שווי זה, המהווה מצג אקסונני לעבודתי ולפיכך איני מחווה כל דעה לגביו. אומר מראש, מקום שישנו קושי לערוך תחזית גזרים מזומנים לגבי מרכיבי הכנסות וההוצאות של החברה השקועות ברוב קצבו 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 שווי השווי ושיטת מונטה-קרלו.

בעבודתי, הערכתי את שווי החברה גופא באמצעות 3 גישות שונות על מנת להעריך את שווי מניית החברה: הגישה הכלכלית, הגישה המימונית והגישה האקטוארית. במאמר זה אציג את הערכת שווי החברה בגישה המימונית בלבד.

המתודולוגיה

מסגרת הגישה המימונית, קטתי בשיטת השווי השוטף לטובת הערכת שווי החברה נכון למועד הערכת השווי. על פי שיטה זו, שווי הנוכחי המימוני של נכס מתקבל מהנחת תהליך דטרמיניסטי (שעל אופי קבוע וידוע מראש), שבמסגרתו מעריך השווי יוצא משווי ההיסטורי של הנכס במועד ההיסטורי כלשהו (מועד העסקה במקרה דנן שלפנינו) ומהווה אותו קדימה להווה (למועד הערכת השווי במקרה דנן שלפנינו) באמצעות שיעור היוון ראוי (המתואם גם לערך הזמן והן למידת הסיכון הגלום בנכס על פני אופק ההיוון) על מנת לקבל את שווי השוטף. לסיכום, בשיטה זו שווי השוטף של נכס יחושב כערך העתידי של הנכס המתקבל מהיוון קדימה של ערכו ההיסטורי באמצעות שיעור היוון ראוי.

תחילה, עלי לקבוע לאיזה ענף או ענפים מרשימת הענפים של המלומד Aswath Damodaran (להלן: "המלומד") משתייכת החברה. לשם כך בדקתי באלו

סוגיה נוספת שעליה יש לתת את הדעת היא שמרכיבים שונים של שיעור ההיוון נלקחו על ידי ליום ה- 31.12.2018 ולא ליום ה- 8.12.2019. הסיבה לכך היא שאלו הנתונים העדכניים ביותר נכון למועד העסקה וכאלה הם מונחים כמשקפים באופן נאות ביותר את הידע שהיה ידוע במועד העסקה. לפיכך, שיעור ההיוון אמור לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון לזמן מסוים, על בסיס נתונים ידועים ותוך התייחסות להנחות יסוד שנאמרו על בסיס מידע קיים ועל כן הוא רלוונטי למועד העסקה.

שיטת השווי השוטף

במסגרת שיטה זו ניתן להעריך את שווי החברה נכון למועד הערכת השווי בהתבסס על היוון קדימה של השווי ההיסטורי של החברה (קרר, שווי החברה במועד העסקה) ממועד העסקה קדימה למועד הערכת השווי באמצעות שיעור היוון ראוי. מבחינה מיליונית, ניתן להסתכל על שווי החברה במועד הערכת השווי כעל ערכה העתידי של הלוואת בעלים (במקרה זה תיאורטית) מסוג "בלון" אשר הועמדה לטובת החברה על ידי בעלי המניות בה, כאשר הלוואה זו אינה צמודה למדד המחירים לצרכן ואיננה נושאת ריבית והיא תפרע בעתיד בהתאם ליכולת החברה ובלות ביכולת שירות החוב הפיננסי שלה תוך פרק זמן מוגדר וידוע ממועד העסקה (5 שנים בדיוק במקרה דנן שלפנינו).

שיעור ההיוון הראוי להיוון שווי החברה קדימה מהעבר (קרר, ממועד העסקה) להווה (קרר, למועד הערכת השווי), תחת הרעיון של הערכת שווי החברה בתוך הלוואת בעלים, הינו שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות של החברה (Ke) נכון למועד הערכת השווי. על פי מאמרו של האקטואר פולניצר (2018) שכותרתו "טכניקה חדשה להערכת שווי הוגן של הלוואת בעלים" אשר פורסם ב-25 ביוני 2018 במגזין ניהול ההשקעות, הביטוח והפנייה של ישראל - Funder, שיעור התשואה על ההון העצמי של החברה מהווה הלכה למעשה CAP (הוזה אומר, תקרה) למחיר החוב הנורמטיבי של החברה למח"מ. הוזה לטוח לפירעון של הלוואת הבעלים.

חשוב להבהיר שעל פי תורת המימון כאשר רוצים לערער/לעדת סכום דן פעמי (זרם מזומנים) מהעבר להווה, יש לעשות זאת באמצעות שיעור הריבית הנגזרת מהמבנה העתי של שער הריבית (Term Structure of Interest Rates) שהיה ידוע נכון במועד בעבר שבו התקבל/השתלם אותו סוכם חד פעמי. הסיבה לכך היא שהמבנה העתי משקף את ציפיות השוק נכון לאותו מועד באשר לריביות לטווחים שונים. הוא הדין גם לגבי שיטת ה- DCF. כאשר אנו רוצים להוון תזרימי מזומנים עתידיים חזויים למועד ההערכת מסוים בהווה, הרי שגם אז הדבר נעשה על בסיס ה- Term Structure הידוע נכון למועד ההערכת (קרר), מתוך המבנה העתי נכון למועד ההערכת נגזר שיעור הריבית חסרת הסיכון ארוכת הטווח המשמש כתשומה הן לצורך גיבוש שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות והן לצורך שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי החוב, כאשר שני שיעורי הריבית הללו בתורם משמשים לגיבוש מחיר ההון המשוקלל של החברה.

שיעור התשואה על ההון העצמי

שיעור התשואה על ההון העצמי של החברה נכון למועד העסקה נאמד על ידי כשיעור ההיוון הנדרש על ידי בעלי המניות של החברה (Ke), נכון למועד הערכת העסקה למח"מ (Duration), משך חיים ממוצע (מוצא) הדומה לתקופה שממועד העסקה (8.12.2019) ועד מועד הערכת השווי (8.12.2024). באמצעות שימוש במודל ה- CAPM (Capital Asset Pricing Model) כדלקמן:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + Rs$$

כאשר:

Rf – הינו שיעור ריבית נומינלית חסרת סיכון בארץ. שיעור התשואה חסרת הסיכון אשר שימש כריבית חסרת הסיכון הנומינלית בישראל לתקופה שממועד הערכת העסקה ועד מועד הערכת השווי, נאמד על ידי נכון למועד העסקה בכ- 0.48%, על בסיס שיעור תשואה לפדיון למח"מ של 5 שנים, הנגזר מעקום תשואות נומינלי (שקלי, לא צמוד) חסר סיכון בישראל. (המקור: שווי פנימי).

(Rm-Rf) – הינו רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון בארץ. פרמטר זה נאמד על ידי על בסיס מחקר ה- "Risk Premiums for Other Markets" בדבר פרמיית הסיכון בשוקי ההון השונים (Total Equity Risk Premium) של המלומד בעבור מדינת ישראל לשנת 2018 (שפורסם ב- 5 בינואר 2019, העדכני ביותר נכון למועד העסקה). להערכתנו, פרמיית הסיכון בשוק ההון הישראלי הנקובה במחקרו של המלומד בשיעור של 5.89% משקפת באופן נאות את מרכיבי אי הודאות הגלומים בהשקעה בחברה הפועלת בישראל נכון למועד העסקה. לפיכך, השתמתי בחישובי פרמיית סיכון זו כאמור.

β – ה"ביתא" (הממונפת) משקפת את עוצמת התנדויות של תשואות המניה ביחס לעוצמת התנדויות של תשואות תיק השוק והינה הממד ל"סיכון הסיסטמטי" (הסיכון הלא ספציפי או הסיכון השיטתי שאינו ניתן לפיזור) של מניית החברה. מכיוון שמניית החברה אינה נסחרת, עלי להיעזר למציאת ה- β של מניית החברה בתוני הממוצעים הענפיים של המלומד.

בהתאם לחסר שניתן בחלק המתדולוגיה 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. בעבודתי בחנתי את הביתות הממונפות (Levered Betas או Market Betas) הנורמטיביות הראויות לחברה הדומה במאפייניה לפעילות החברה, בין היתר ביחס ל- Benchmark וכן על פי מחקר "Unlevered Betas by Industry" בדבר ביתות ממונפות של המלומד בעבור ענפים שונים בארה"ב ליום ה- 31 בדצמבר 2018 (המחקר פורסם ב- 5 בינואר 2019 והוא הוסיף העדכני ביותר נכון למועד העסקה).

הביתא הממונפת הממוצעת של ענף ה- Utility (General) בארה"ב לסוף שנת 2018 נאמדה ב- 0.28 (בהתבסס על מדגם של 16 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסת בארה"ב, בעוד שהביתא הממונפת הממוצעת של ענף ה- Transportation בארה"ב לסוף שנת 2018 נאמדה ב- 1.31 (בהתבסס על מדגם של 18 חברות ציבוריות הנסחרות בבורסת בארה"ב). לפיכך, הביתא הממונפת הראויה לחברה נכון למועד העסקה נאמדה על ידי בכ- 0.31, כפי שניתן לראות בטבלה שלהלן:

| ענף | משקל | ביתא ממונפת |
|-------------------|-------|-------------|
| Utility (General) | 97.5% | 0.28 |
| Transportation | 2.5% | 1.31 |
| ממוצע משוקלל | 100% | 0.31 |

Rs – הינו שיעור תשואה נוסף, המיוחס למניית החברה והינה מדד ל"סיכון האידיוסינקרטי" (הסיכון הספציפי או הסיכון הלא שיטתי הניתן לפיזור) של מניית החברה. נתונים אמפיריים ומחקרים שונים מראים כי משקיעים בשוק ההון דורשים לרוב לקבל תשואה עודפת מעל לתוחלת התשואה הצפויה על

מניית החברה המתקבלת ממודל ה- CAPM בגין השקעתם במניות חברות קטנות (מה שהמלומד אורי וולף מכנה בשם "פרמיית קוטון"). מחקריו של המלומד Roger Ibbotson בנושא פרמיות גודל מראים כי ככל שגודל החברה (במונחי שווי שוק) הינו קטן יותר, כך תוספת התשואה הנדרשת על מנייתה (על ידי המשקיעים בשוק ההון) מעל לשיעור התשואה החזוי של המניה המתקבל ממודל ה- CAPM הינה גדולה יותר, ולהיפך. לפיכך, שיעור התשואה הנוסף הראוי למניית החברה הורכב בעבודתי מפרמיית סיכון גודל המשקפת תוספת תשואה נדרשת לחברות ציבוריות בהתאם לגודל החברה. פרמטר זה נאמד על ידי ע"ב מחקר ה- CRSP Deciles Size Premium בדבר פרמיות גודל של חברת הייעוץ האמריקאית Kroll (לשעבר Duff & Phelps) בעבור חברות ציבוריות בגדלים שונים ליום ה- 31 בדצמבר 2018 (שפורסם במרץ 2019, העדכני ביותר נכון למועד העסקה). פרמיית הגודל עבור חברות הנכללות באשכול ה- Micro Cap במחקר זה לסוף שנת 2018 נאמדה ב- 3.39%. להערכתי, פרמיית גודל זו משקפת באופן נאות את מרכיבי הסיכון הספציפי הגלום בהשקעה בחברה בגודל של החברה דנו, נכון למועד העסקה. לפיכך, השתמתי בחישובי פרמיית סיכון זו.

להערכתי ועל בסיס חישובי, בכפוף לסייגים לעיל ולהלן, שיעור התשואה על ההון העצמי של החברה נאמד למועד העסקה (8.12.2019) למח"מ של 5 שנים בכ- 5.69%, כדלקמן:

| שיעור התשואה על ההון העצמי של החברה נכון ל- 8 בדצמבר 2019 | |
|---|-------|
| שיעור ריבית חסרת סיכון ל- 5 שנים נכון ל- 8.12.2019 | 0.48% |
| רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון הישראלי | 5.89% |
| הביתא הממונפת הראויה לחברה | 0.31 |
| פרמיית גודל הראויה לחברה | 3.39% |
| שיעור התשואה על ההון העצמי למח"מ של 5 שנים | 5.69% |

מועד החישוב

יום ה- 8 בדצמבר 2024.

מועד העמדת ההלוואה הרעיונית

יום ה- 8 בדצמבר 2019.

הקן הרעיונית של הלוואת הבעלים

הקן הרעיונית של הלוואת הבעלים, אשר אותה אני מבקש להוון קדימה ממועד העמדת ההלוואה הרעיונית קדימה למועד החישוב, הוא למעשה שווי החברה במועד העסקה. קרן רעיונית זו נאמדה ב- 1,260 מיליוני שקלים חדשים. כאמור, לא בחנתי ולא בדקתי שווי זה, אשר מהווה מצג אקסוגני לעבודתי ולפיכך אינני מחווה כל דעה לגביו.

שיעור ההיוון הראוי להלוואת הבעלים

שיעור ההיוון הראוי לחישוב ערכה העתידי של הלוואת הבעלים נאמד על ידי נכון למועד העמדת ההלוואה הרעיונית (הוא מועד העסקה כאמור) כשיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות של החברה (Ke) למח"מ של 5 שנים בכ- 5.69%.

פירוט הערכת השווי לפני פרמיית סחירות

| הערכת שווי החברה בשיטת השווי השוטף ל- 8 בדצמבר 2024 | |
|---|------------|
| מיליוני ₪ | |
| מועד החישוב | 08/12/2024 |
| מועד העמדת הלוואה הרעיונית | 08/12/2019 |
| משך חיי הלוואת הבעלים (בשנים) | 5.00 |
| שיעור ההיוון הראוי להלוואת הבעלים | 5.69% |
| הקן הרעיונית של הלוואת הבעלים | 1,260 |
| שווי החברה לאחר DLOM ליום 8.12.2024 | 1,662 |

מאחר ובגישה הכלכלית קיבלתי שווי חברה ליום 8.12.2024. במונחים של לפני DLOM (מרכיב דיסקאונט בגין היעדר סחירות כליל, Lack of Marketability Discount), הרי שגם בגישה המימונית עלי לחתור לקבלת שווי חברה ליום 8.12.2024. במונחים של לפני DLOM.

פרמיית סחירות

מחקרים אמפיריים שבוצעו בארה"ב בחנו את הפער שבין מחירי מניות של חברות פרטיות ש"חלפני ידיים" בעסקאות פרטיות כמה חודשים לפני הנפקה ראשונית לציבור (IPO) לבין מחירי אותן מניות בהנפקה. מחקרים אלו מראים כי כאשר חברה פרטית הופכת להיסחר כחברה

ציבורית (Going Public) שווייה קופץ בשיעור שנע במוצע בין 20% ל- 25% בגין הצפת ערך הנובעת מאלמנט הסחירות "המוזרז" (injected) למנייתיה מעל רשימתן למסחר בבורסה.

הרעיון הוא שהסחירות מאפשרת לבעל מניה הנסחרת בבורסה למכור את המניה שברשותו הן כשהיא מאבדת מערכה והוא רוצה לעצור הפסדים והן כשערכה נוסק והוא רוצה לממש רווחים. על כן אלמנט הסחירות מעניק תוספת שווי לבעלי מניה בחברה פרטית ברגע שהיא הופכת לחברה ציבורית, מעצם הענקת הזכות לבעל המניה לבצע מכירה של המניה שברשותו בכל עת שיחפץ.

אסביר כי מבחינה מימונית לאלמנט סחירות זה יש ערך כלכלי רב, ולכן, כאשר חברה הופכת מחברה פרטית לחברה ציבורית (על ידי רישום מנייתיה למסחר בבורסה) שווייה עולה בשיעור מרכיב הדיסקאונט בגין היעדר הסחירות (- DLOM) להערכתי, פרמיית סחירות של 23% המהווה את אמצע הטווח (20% - 25%) של המחקרים האמפיריים הינה פרמיית סחירות ראויה להפיכת שווי חברה פרטית לשווי חברה ציבורית.

על כן, על מנת לקבל את שווי החברה ליום 8.12.2024 לפני DLOM (משל היה מדובר בחברה ציבורית שמנייתיה נסחרות בבורסה), לקחתי את שווי החברה ליום 8.12.2024 לאחר DLOM (המצויין שווי של חברה פרטית) והוספתי עליו את פרמיית הסחירות כאמור, כמו שמוסיפים מע"מ לסכום.

הערה אינפורמטיבית: כשם שמקובל לצטט ריביות במונחים שנתיים גם לתקופות אחרות משנה, כך מקובל לצטט שווי פעילות (קרי, שווי תפעולי) ושווי חברה (קרי, שווי אקוויטי) במונחים סחירים גם כאשר מדובר בחברות שאינן ציבוריות. הרעיון שעומד מאחורי מוסכמת שוק זו הוא עקרון ההשוואתיות. לאמור - על שווי פעילות ושווי חברות להיות "השוואתיים" באופן שניתן יהיה לנטרל את אפקט אי הסחירות על השווי. על פי כלי ה- IRS (רשות המס האמריקאית), ה- DLOM צריך להיות מופחת משווי המניה ולא משווי החברה. עיקרון זה נשען פעם אחת על מוסכמת השוק שהוזכרה לעיל ופעם שניה על האבחנה שבצע המלומד Shannon Pratt בין דיסקאונטים ברמת בעל המניות ובקביעתו כי ה- DLOM שייך לקבוצת הדיסקאונטים השנייה היות שהוא אינו משפיע לא על שווי הפעילות ולא על שווי החברה. אע"כ כי גם המלומד Robert Merton טען שאין לנכות DLOM משווי פירמה (או שווי נכסי פירמה) לא סחירה.

| הערכת שווי החברה בשיטת השווי השוטף ל- 8 בדצמבר 2024 | |
|---|-------|
| מיליוני ₪ | |
| שווי החברה לאחר DLOM ליום 8.12.2024 | 1,662 |
| פרמיית סחירות להפיכת חברה פרטית לציבורית | 23% |
| שווי החברה לפני DLOM ל- 8.12.2024 | 2,044 |

ריכוז תוצאות הערכת השווי
להערכתי ועל בסיס חישובי, בכפוף לסייגים לעיל, שווי הונה העצמי של החברה נאמד ליום ה- 8 בדצמבר 2024 בגישה המימונית על בסיס שיטת השווי השוטף בכ- 2,044 מיליון שקלים חדשים (כ- 2.0 מיליארד שקלים חדשים).

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