



אגודת האקטוארים בישראל [ע"ר]
The Israel Association of Actuaries

ס.ק.א ייעוץ כלכלי בע"מ

גישות להערכות שווי

מרצה: רו"ח זוהר אברהם



S.C.A
Economic Advisory Ltd.

מגדל התאומים 1, רחוב ז'בוטינסקי 33 רמת-גן טלפון: 03-7749030



מבוא להערכות שווי



חוות דעת אקטוארית

הערכות שווי במסגרת איזון משאבים



כל שנה מתגרשים
בישראל כ-11 אלף זוגות.

חוות דעת אקטוארית

הערכות שווי במסגרת איזון משאבים

בדיני משפחה ובהליכי גירושין, חוות דעת אקטוארית תציג את הערכת השווי הכלכלית של הרכוש המשותף:

זכויות פנסיוניות – אקטואר

נכסי נדל"ן – שמאי

חברות ועסקים – מעריכי שווי

לצורך איזון משאבים בין בני הזוג וקביעת גובה דמי המזונות

מילון מונחים



נשוא הערכת השווי- הגדרת שווי הוגן - Fair Value (FV)

הגדרה

הסכום שניתן לקבל ממכירת הנכס בעסקה בתום לב
בין קונה מרצון ומוכר מרצון, הפועלים בצורה
מושכלת.



שווי שוק הוגן - Fair Value – FV

הסכום שבו ניתן להחליף נכס בתום לב בין מוכר מרצון לקונה מרצון, הפועלים בצורה מושכלת

שווי פנימי – Intrinsic Value

שווי עצמי ריאלי של הנכס, מתייחס לרכיב הפיסי של הנכס ממקורותיו הפנימיים בלבד, ולא עפ"י מדד חיצוני.

שווי תפעולי - Enterprise Value – EV

שווי השוק של מניות החברה בניכוי המזומנים שבידה או בתוספת החובות שהיא חייבת

שווי הון עצמי – Equity Value

שווי ההון העצמי (או השווי הנקי). מייצג את חלקם של בעלי המניות במימון החברה ושווה להון הבעלים (בעלי המניות). הון זה הוא ההשקעה שהושקעה על ידי הבעלים בצירוף רווחים או בניכוי הפסדים שנצברו במהלך פעילות החברה

הנחת עסק חי – Ongoing Concern

ההנחה שהעסק הינו גוף חי וימשיך להתקיים ולפעול עד לאינסוף. על יסוד הנחה זו מנסה החשבונאות למדוד את התוצאות העסקיות במשך התקופה העתידית

המוסד הבינלאומי לתקינה בחשבונאות – IASB

ממוקם בלונדון, החליף את הועדה הבינלאומית לתקינה (IASB). אימץ את תקני ה-IAS שתוקנו בעבר על ידי הועדה לתקינה ומתקין תקנים חדשים בשם IFRS

הועדה הבינלאומית לתקינה בחשבונאות – IASB
התקין תקנים בחשבונאות בשם IAS. הוחלף על ידי המוסד לתקינה בחשבונאות (IASB)

תקן בינלאומי בחשבונאות – IFRS
שמו של תקן בינלאומי בחשבונאות המפורסם על ידי

המוסד הבינלאומי לתקינה בחשבונאות – IASB

הקצאת ייחוס עודף עלות רכישה

Purchase Price Allocation – PPA

הליך המתבצע בעת רכישת חברה בו מיוחסת עלות הרכישה קודם לנכסיה ולהתחייבויותיה של החברה על ידי הערכת הפער בין שוויים ההוגן של הנכסים וההתחייבויות המוחשיים של החברה לבין שוויים המאזני. העודף הנותר מיוחס למוניטין

שיעור הון

Weighted Average Cost of Capital - WACC

זהו שיעור ההון המשוקלל להיוון תזרימי מזומנים של חברה הלוקח בחשבון את מחיר ההון העצמי שלה ואת מחיר ההון הזר שלה

מודל לתמחור נכסי הון

Capital Asset Pricing Model –CAPM

מודל כלכלי העוסק בהערכת שווי מניות, נגזרות המניות, ביטחונות ונכסים על ידי השוואה בין הסיכון הכרוך בהם כנגד התשואה הצפויה. המודל מבוסס על הרעיון שמשקיעים ידרשו תשואה נוספת (שנקראת פרמיית סיכון) עבור נטילת סיכון נוסף

ערך נוכחי Present Value –PV

זהו הערך המהוון (הערך בהווה) של סכום כסף (או זרם

תשלומים) שאמור להתקבל במועד כלשהו בעתיד.

הערך הנוכחי נמוך מן הערך בעתיד בשיעור הריבית

המצטברת במשך אותה תקופה. פער זה נותן את ערך

הזמן של הכסף. מציאת הערך הנוכחי מתבצעת על ידי

היוון.

שיטת היוון תזרימים המזומנים – DCF

שיטה להערכת שווי לפיה שווי חברה מורכב מתזרימי

המזומנים שלה בכל שנה בנפרד המופקים כפונקציה

של מכירותיה, הוצאותיה השקעותיה ברכוש וכדומה.

התזרימים המתקבלים מהוונים להיום במחיר ההון

העצמי של החברה במטרה להגיע לערכם הנוכחי

וסכומם הינו שווי החברה

שיעור צמיחה שנתי מורכב

Compounded Annual Growth Rate – CAGR

שיעור זה מודד את שיעור ההחזרה על השקעה, כגון

חברת השקעות או איגרת חוב, במהלך תקופת ההשקעה (למשל 5 או 10 שנים).

מסגרת נורמטיבית מחייבת פסיקה מחייבת בנושא הערכות שווי לצורך הליכים

משפטיים

עא 10406/06 דן עצמון נ' בנק הפועלים בע"מ (ניתן ב-
(28/12/09

- ההליך דן בסוגיית סעד ההערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות
- ביהמ"ש העליון פסק (כאן לראשונה) כי שיטת DCF-"היוון תזרים המזומנים" הינה השיטה הראויה להערכת שווי של מניות במסגרת סעד זה, אלא אם...
- בין נימוקי ההחלטה צוין כי שיטה זו משקפת את המעבר משיטות הערכה שמרניות המבוססות על נתוני עבר אל עבר שיטת הערכה שיש בה גם משום צפיית פני העתיד.
- הייתה דעת יחיד שסברה ששיטת DCF-



מתודולוגיות להערכות שווי גישת היוון זרמי המזומנים DCF

...אני סבור כי שיטת DCF היוון תזרימי
מזומנים (Discounted Cash Flows) היא
השיטה הראויה להערכת שוויין של מניות
במסגרת

סעד הערכה

כבוד השופט ד"ר יורם דנציגר, שופט בית המשפט העליון בדימוס, בעניינו של דן עצמון נגד בנק הפועלים ובנק משכן

מסגרת נורמטיבית מחייבת פסיקה מחייבת בנושא הערכות שווי לצורך הליכים

משפטיים

רעא 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ' שאול ממן (ניתן ב-
(28/8/12

- דן אף הוא בסוגיית סעד ההערכה לפי סעיף 338 לחוק החברות
- עקרונות הערכת שווי המניות שינחו את ביהמ"ש במסגרת סעד ההערכה יהיו העקרונות המקובלים בתורת המימון:
- הערכת החברה לפי שוויה הפנימי (Intrinsic Value).
- הערכת החברה לפי שוויה "כעסק חי" (going concern)
- הבעיות הידועות של שיטת ה DCF על אף שאינן מצדיקות העדפה של שיטה אחרת:
- חשש מהטיה או עיוות של נוסחאות ההערכה (Corruption of the valuation)
- הפקעת הדיון המשפטי לטובת "שיח מומחים מתחרים".
- דעת מיעוט- הערכה לפי שיטת שווי שוק-ממוצע של ששה חודשים שקדמו להצעת הרכש.



מסגרת נורמטיבית מנחה פרסום לשכת רואי חשבון בנושא הערכות שווי – יולי 2013

מטרה ותחולה:

- חל על הערכות שווי למטרות דיווח כספי בלבד
- חל כפוף לכך שאינו נוגד את האמור בתקנים מקצועיים, הוראות חוק או רגולציה רלוונטים.
- יוזמת פרסום של לשכת רואי חשבון עקב שימוש הולך וגדל בהערכות שווי לצרכי דיווח כספי.

אובייקטיביות וניגוד עניינים:

- "מעריכי שווי נדרשים לתת שרות בהקפדה על הגינות, ללא משוא פנים, לפי מיטב שיקול הדעת ותוך הימנעות ממצב של ניגוד עניינים. אם יש צורך בכך, הרי שכאשר עשוי להתקיים ניגוד עניינים פוטנציאלי, על מעריך השווי לתת גילויים ברוח זו

מסגרת נורמטיבית מנחה פרסום לשכת רואי חשבון בנושא הערכות שווי – יולי 2013

גישות ושיטות להערכת שווי:

- גישת ההכנסה
- גישת הנכס, לרבות גישת העלות
- גישת ההשוואה לשוק

אירועים עוקבים

"...באופן כללי, על מעריך השווי להביא בחשבון רק נסיבות הקיימות במועד הערכת השווי. יחד עם זאת, מעריך השווי ייתן גילוי, בחלק נפרד בדו"ח, לנסיבות אשר התעוררו לאחר מועד הערכת השווי ואשר, אילו היו קיימות במועד הערכת השווי, הם היו מביאות לשינוי מהותי בתוצאות הערכת השווי."

מסגרת נורמטיבית מנחה פרסום לשכת רואי חשבון בנושא הערכות שווי – יולי 2013

מבנה דו"ח הערכת השווי:

- מכתב נלווה
- תוכן עניינים
- מבוא
- מקורות מידע
- ניתוח של הישות נשוא הערכת השווי ומידע לא כספי קשור
- דוחות כספיים/ניתוח מידע
- גישות ושיטות לביצוע הערכת השווי שנשקלו וזו שנבחרה
- התאמות להערכת השווי
- נכסים/התחייבויות לא תפעוליים
- גילוי של מעריך השווי
- כישוריו של מעריך השווי
- תוצאות הערכת השווי
- נספחים ומצגים רלוונטיים

מתודולוגיות בהערכות שווי



המתודולוגיות העיקריות להערכות שווי

גישת השווי הנכסי הנקי

גישת ההשוואה לעסקאות דומות-גישת השוק

- גישת המכפיל
- עסקאות שביצעה החברה לפני מועד הערכת השווי

גישת היוון תזרימי המזומנים הצפויים לעסק בעתיד (DCF)

מתודולוגיות להערכות שווי גישת השווי הנכסי הנקי

שווי נכסי נקי של חברה מייצג
את ערכה הפנימי "האמיתי"
של פעילותה העסקית,
המיוצגת על ידי כל נכסיה נטו
(נכסים בניכוי התחייבויות) של
החברה

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

מתודולוגיות להערכות שווי גישת השווי הנכסי הנקי

- יציאה ממאזן החברה

- הנכסים וההתחייבויות שבמאזן מוצגים על פי כללי חשבונאות קשיחים (עקרון העלות, עקרון השמרנות) הגורמים לעיתים למאזנים שלא לשקף בצורה נכונה את שווים הכלכלי של הנכסים וההתחייבויות

- התאמת ערך הנכסים וההתחייבויות מערכת
הרשום בספרים לשווים הכלכלי הנכון

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

מתודולוגיות להערכות שווי גישת השווי הנכסי הנקי

- יישום בחברות נדל"ן – מרובות נכסים
- יישום בחברות ללא פעילות עסקית
- יישום בחברות החזקה

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

מתודולוגיות להערכות שווי גישת השווי הנכסי הנקי

- השיטה מתאימה להוות אינדיקציה לערך המינימאלי של שווי החברה (ערך רצפה)
- במידה והשווי הנכסי של החברה גבוה משוויה כ"עסק חי" ניתן לממש את נכסיה ועל ידי כך להשיג תמורה גבוהה יותר

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

מתודולוגיות להערכות שווי גישת השווי הנכסי הנקי

- השיטה מציגה את השווי הכללי של נכסים והתחייבויות ומתעלמת מפרמטרים אחרים כגון: צמיחה, ניהול נכון, מצב השוק וכדומה העשויים להגדיל את ערכה של החברה.
- השיטה לא מתאימה לחברה פעילה

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

דוגמא להערכת שווי נכסי



מתודולוגיות להערכות שווי

גישת השווי הנכסי הנקי - דוגמא

שווי מאזני	התאמה לערך עפ"י שמאי	שווי כלכלי	מקדם מימוש מהיר	שווי כלכלי במימוש מהיר	
מזומן	250	250	0%	250	
מלאי	200	100	25%	75	
לקוחות	400	400	0%	400	
פטנטים	250	250	0%	250	
סה"כ נכסים שוטפים	850	1,000		975	
ספקים	200	200	0%	200	
הלוואות זמן קצר	200	200	0%	200	
סה"כ התחייבויות שוטפות	400	400		400	
סה"כ נכסים שוטפים נטו	450	600		575	
		-			
מבנה	2,000	2,750	20%	2,200	
ציוד יעודי	550	500	25%	375	
מכוניות	125	100	15%	85	
סה"כ נכסים קבועים	2,675	3,350		2,660	
הלוואות זמן ארוך	850	850	0%	850	
סה"כ התחייבויות זמן ארוך	850	850		850	
סה"כ נכסים זמן ארוך נטו	1,825	2,500			

מתודולוגיות להערכות שווי גישת המכפיל

- בשיטת המכפיל מוערכת החברה על בסיס השוואה בינה לבין חברות דומות

- הערכת השווי מבוססת על נתוני ביצוע נבחרים של החברה המוערכת המוכפלים במכפילים ענפיים מקובלים

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

מתודולוגיות להערכות שווי גישת המכפיל

- ההנחה המרכזית היא שחברות באותו ענף מאופיינות במכפילים וביחסים פיננסיים דומים תחת ההנחה שאופי הפעילות והסיכון בענף זהה לכל החברות
- איתור חברות דומות לצרכי השוואה (לרוב חברות ציבוריות)
- חישוב מכפיל מייצג לענף (מכפיל הכנסות, מכפיל רווח תפעולי, מכפיל רווח נקי, מכפיל תזרים מזומנים וכדומה)
- יישום המכפילים לקבלת שווי נגזר (כגון מציאת יחס בין שווי השוק לשווי ההון העצמי)
- התאמת נכסים פיננסיים והתחייבויות פיננסיות
- ניכוי בגין אי סחירות, הפסד צבור למס, קרקע עודפת וכדומה
- בחוק "ישום תוכנית ההתנתקות" נקבע כי המכפיל המקובל לענף התעשייה הינו 7, לענף המסחר 8 ולענף שירותים הינו 9

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

מתודולוגיות להערכות שווי גישת המכפיל

- נהוג להשתמש בשיטה כמדד השוואה עבור שיטות נוספות
- השיטה מתאימה בעיקר לקבלת אומדן כללי ראשוני לגבי שווי העסק אך לא להערכה מדויקת
- הציבור הקונה מניות בבורסה משתמש רבות ביחס שבין שווי השוק להון העצמי
- מכפיל הרווח הנקי נחשב כאחד המדדים הפופולאריים בקרב משקיעים
- השיטה מקובלת בענפים ספציפיים כגון: משרדי עו"ד, משרדי רו"ח, חברות ביטוח וגופים פיננסיים.

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

מתודולוגיות להערכות שווי גישת המכפיל

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

- יישום השיטה פשוט ומהיר יחסית לשיטות אחרות
- שיטת המכפיל מהווה השלמה לשיטות אחרות
- השיטה הוכיחה עצמה בכל הקשור לחברות ותיקות ויציבות
- השיטה עוזרת בדרך כלל לקבל אינדיקציה ראשונית לשווי החברה לצורך הנפקתה בבורסה

מתודולוגיות להערכות שווי גישת המכפיל

- השיטה יוצרת לעיתים עיוותים בשל הקושי למצוא מדגם חברות דומה לחברה
- השיטה מושפעת מתנודתיות במדדים
- השיטה אינה לוקחת בחשבון שורה של גורמים העשויים
- להשפיע על השווי הספציפי של העסק, בשונה מעסקים
- "דומים" באותו תחום, כגון: שיעור צמיחה שונה, מבנה הון שונה וכדומה.
- במרבית המקרים קיים תחום רחב של מכפילים, אשר מיצעו אינו מביא בהכרח לתוצאה נכונה

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

מתודולוגיות להערכות שווי גישת היוון זרמי המזומנים DCF

העמוד

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

בניתוח היוון תזרימי מזומנים, שווי החברה הינו
סכום של:

- הערך הנוכחי של תזרים המזומנים החופשי
(Free Cash Flows) המיוצר בתקופת התחזית
שנקבעה
- השווי הנוכחי של תזרימי המזומנים של החברה
לאינסוף

מתודולוגיות להערכות שווי גישת היוון זרמי המזומנים DCF

- היתרון מתבטא בהתאמתה של השיטה לעסק הספציפי והתייחסותה לגורמים ייחודיים בעסק מושא ההערכה.

- מאפיין זה מביא לרמת דיוק גבוהה יחסית

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

מתודולוגיות להערכות שווי גישת היוון זרמי המזומנים DCF

- החיסרון טמונים בקושי לחזות את ההכנסות, ההוצאות וההשקעות העתידיות הרלבנטיות ולקבוע את מחיר ההון המתאים

- השיטה יוצרת הרבה דרגות חופש

הגדרה

עיקרי השיטה

נסיבות השימוש
בשיטה

יתרונות

חסרונות

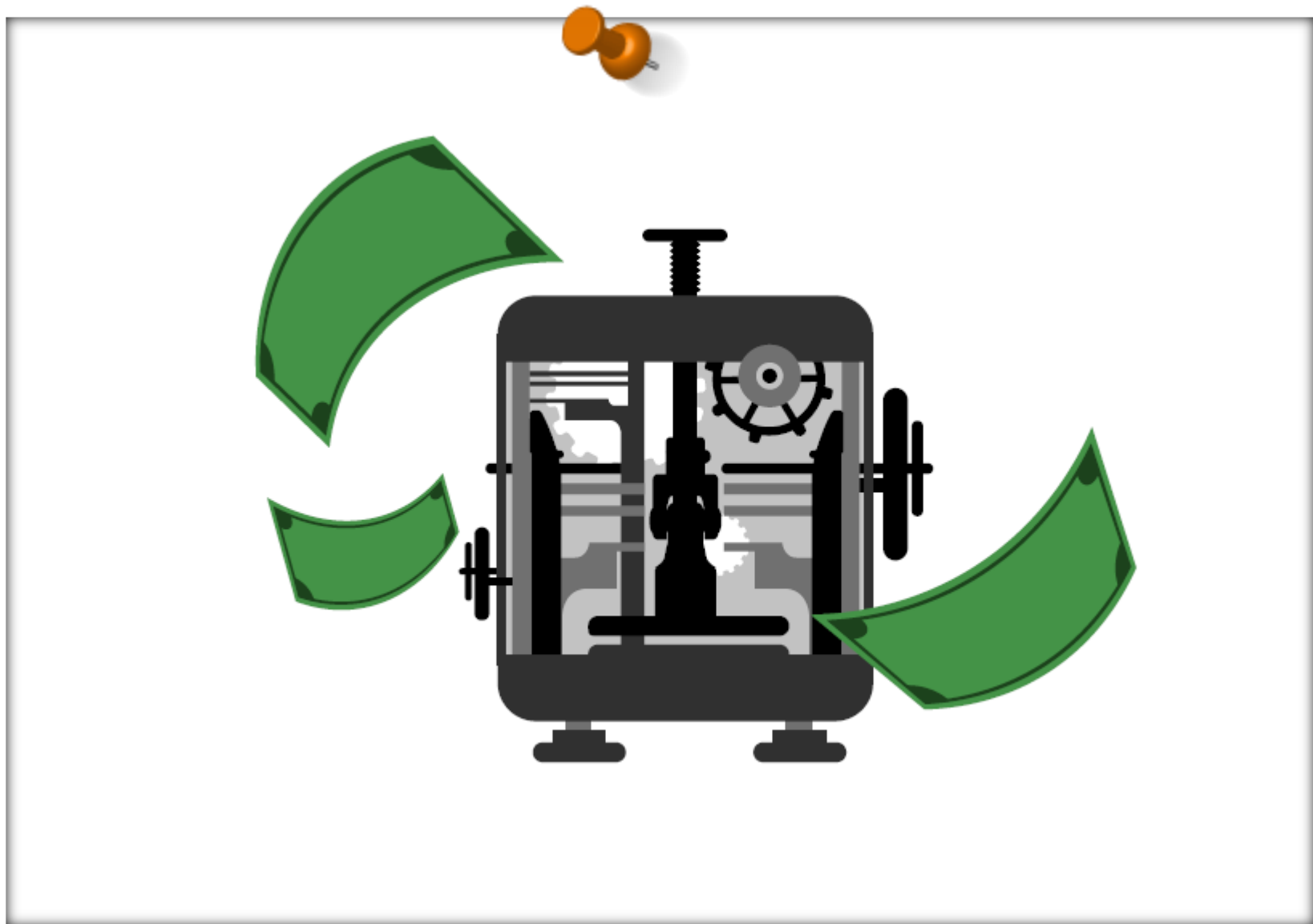
גישות היוון זרמי המזומנים-DCF עקרונות השיטה

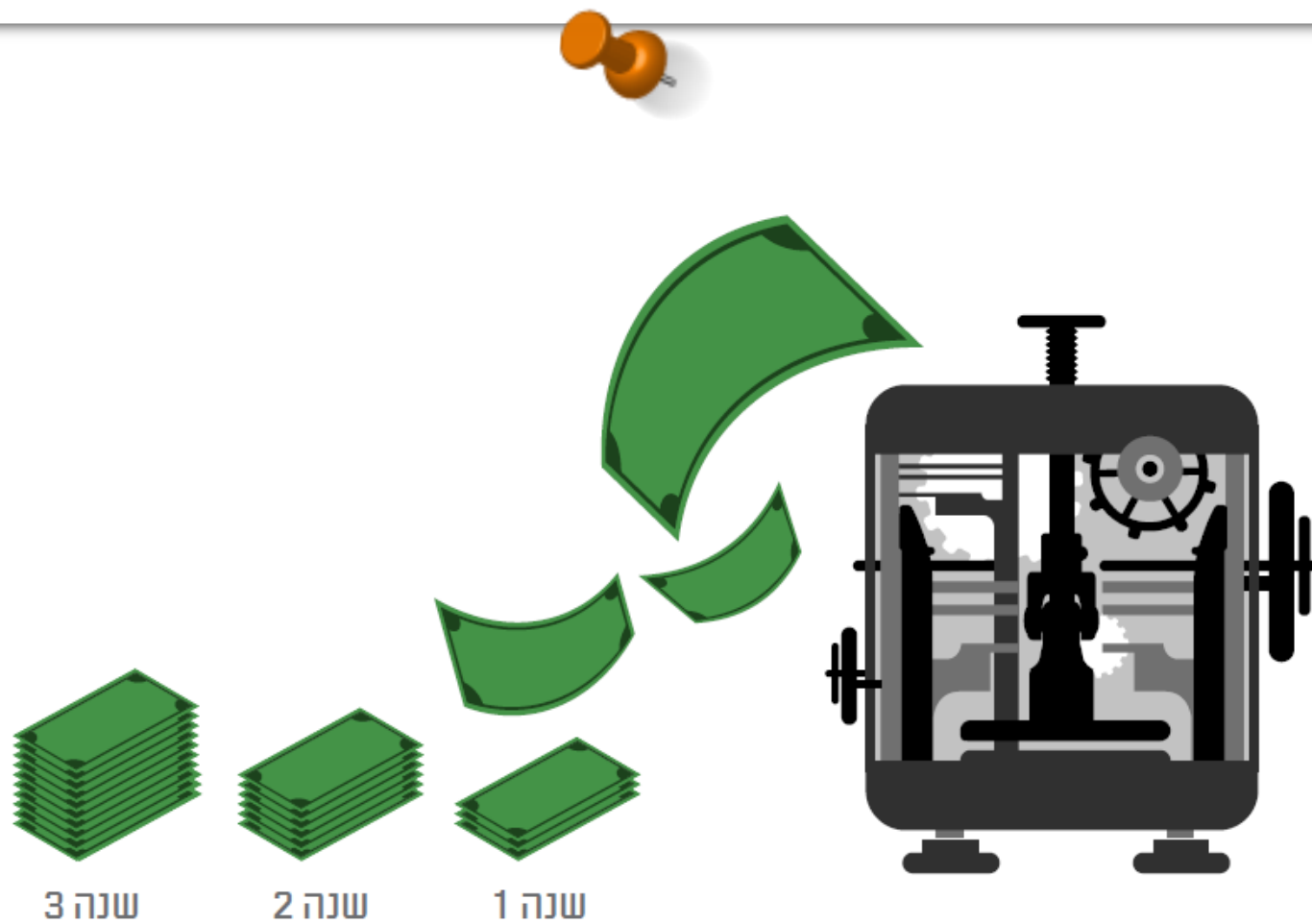
שיטת ה- DCF מבוססת על ניתוח פעילות הקבוצה כעסק חי. ההנחה היסודית בשיטה זו היא כי המתודה המתאימה ביותר לניתוח עסק פעיל, הינה זו המבוססת על היוון תזרימי מזומנים, או יכולת נכסי הקבוצה לייצר זרם מזומנים לבעלים.

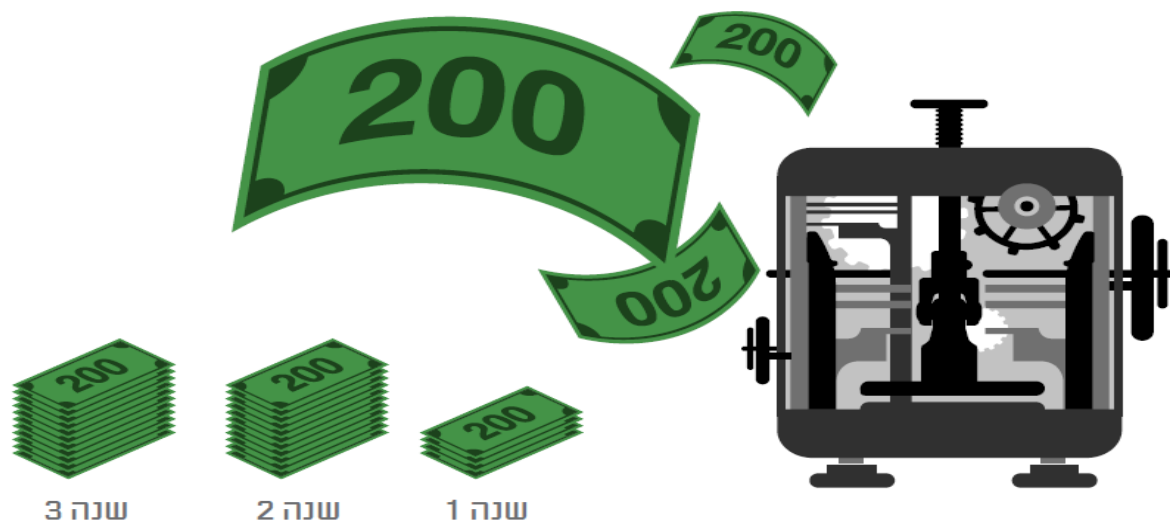
עקרונות השיטה:

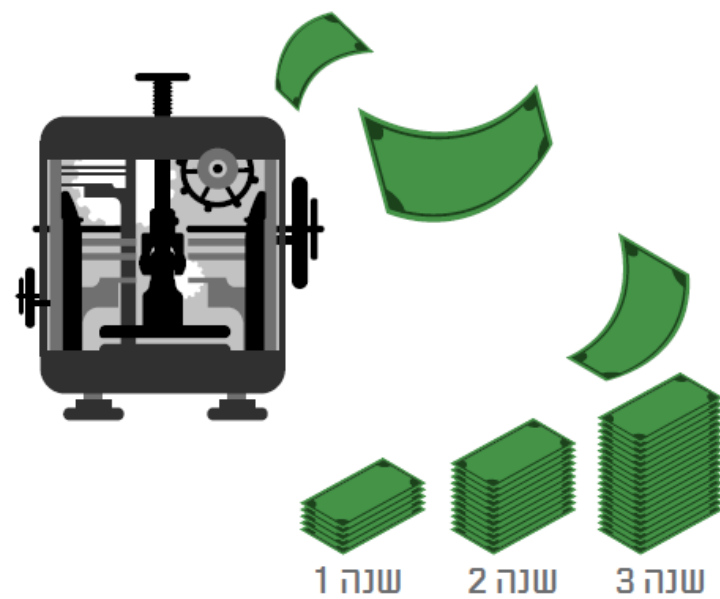
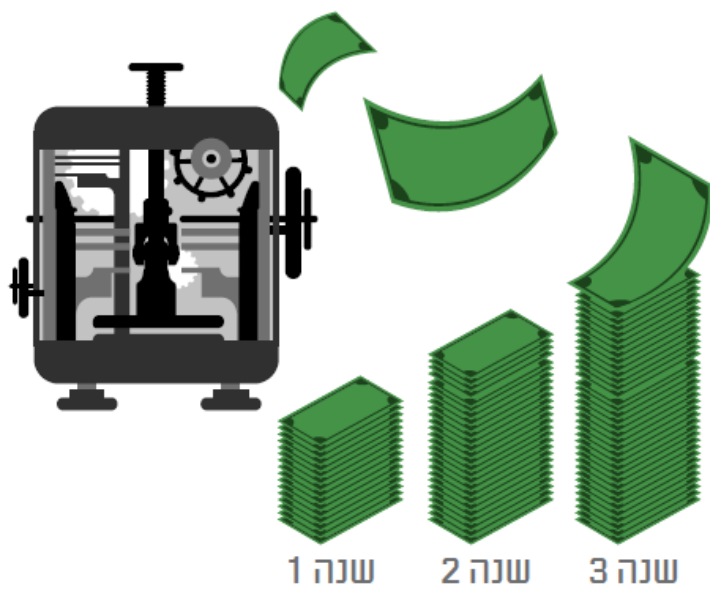
- רואה את החברה כמקור להפקת מזומנים.
- מתבססת על תחזיות החברה לזרם המזומנים העתידי שלה.
- מתייחסת לשוויה הכלכלי של החברה בערכם המהוון של זרמי המזומנים הנובעים ממנה.
- שיעור ההיוון מביא לביטוי את רמת הסיכון ההולמת שהחברה לא תניב את אותם מזומנים שהיא צופה.
- ערכים מאזניים בעלי אופי מזומן ליום ההערכה מקבלים את ביטויים כתוספת או גריעה מהשווי.

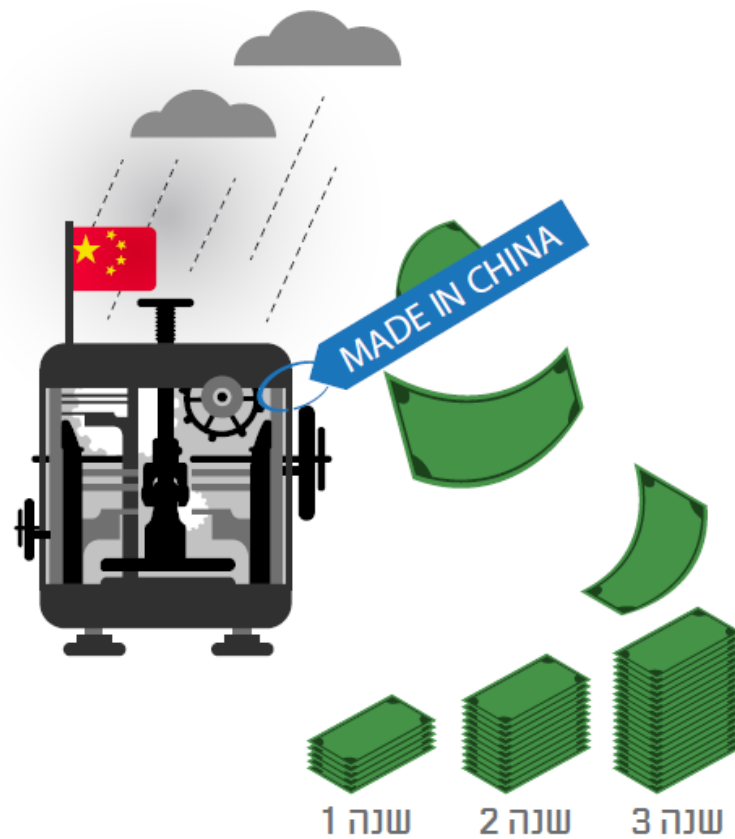
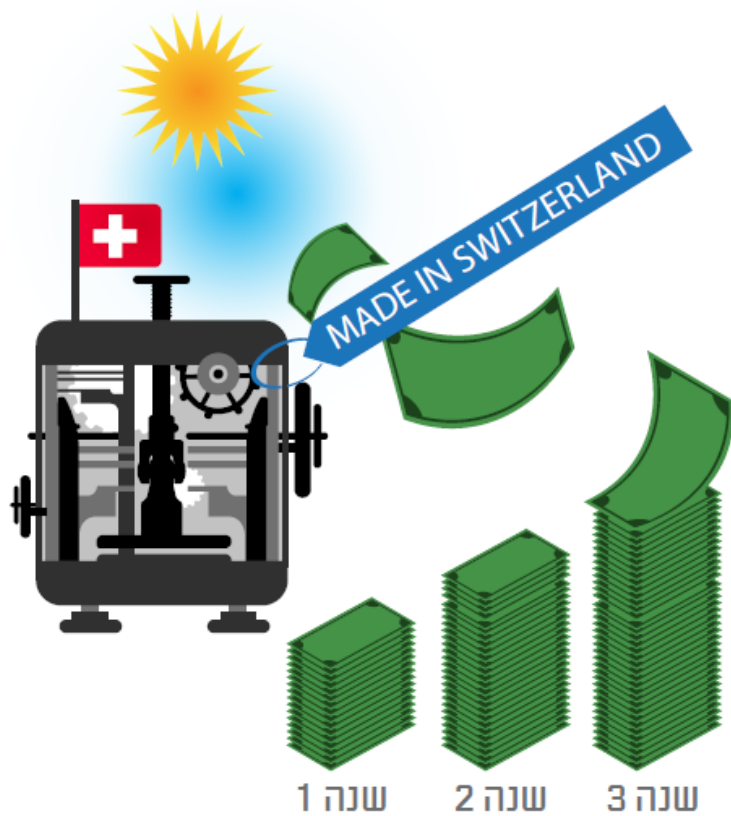
יתרונה העיקרי של שיטת ה DCF נובע ממידת התאמתה לעסק הספציפי והתייחסותה לגורמים ייחודיים בעסק נשוא ההערכה. מאפיין זה מאפשר רמת דיוק גבוהה יותר בהשוואה לשיטות אחרות.

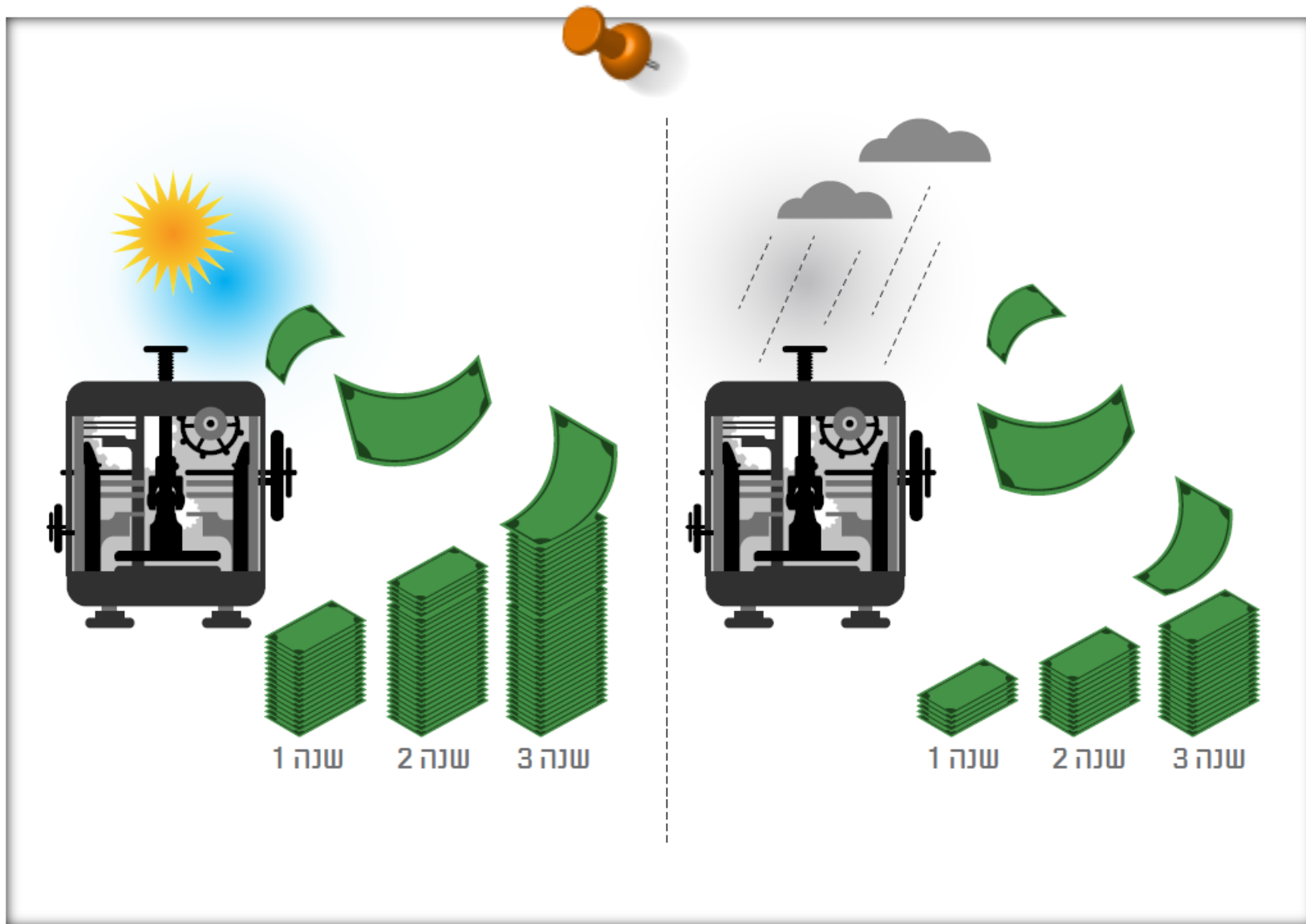






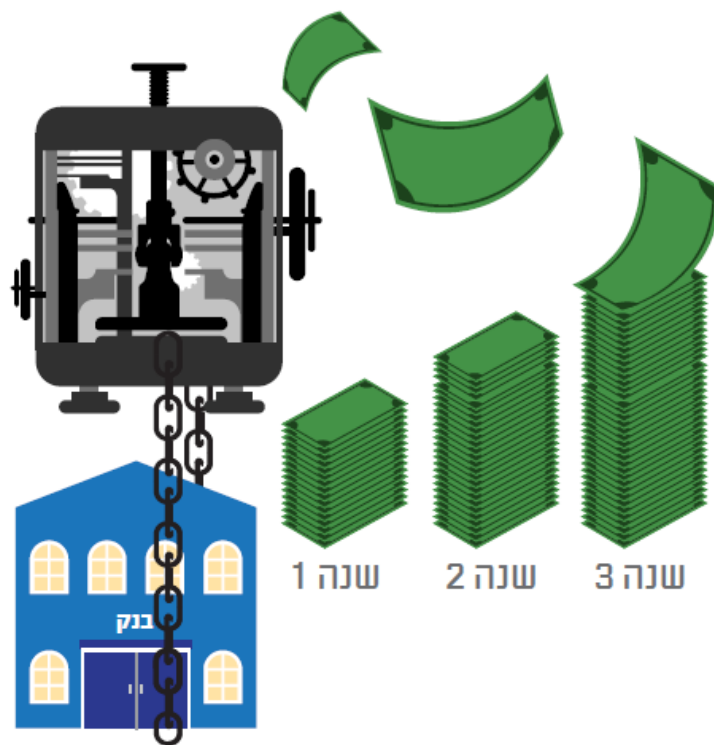






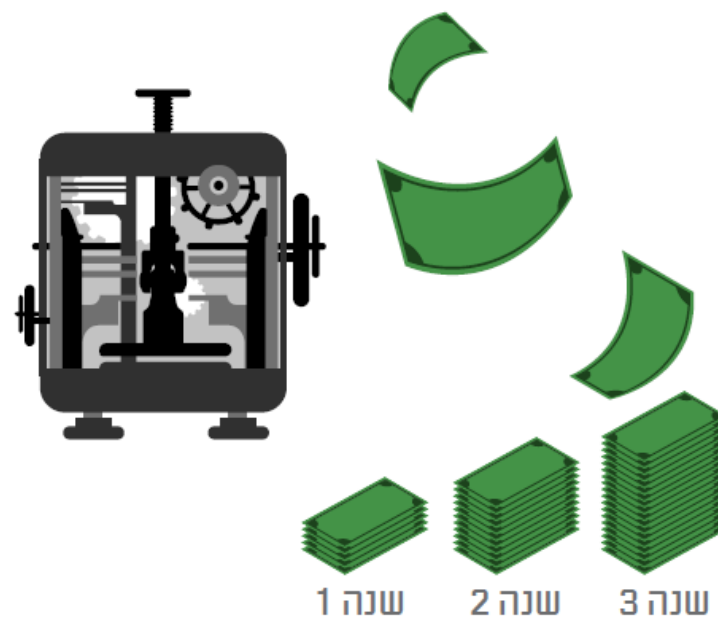


שווי מהוון פעילות-1,000 ₪

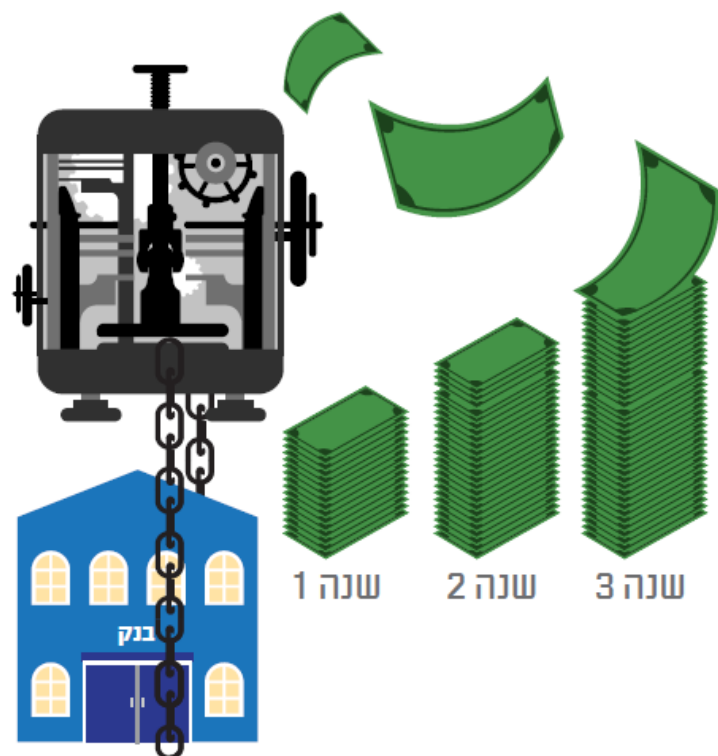


300 ש"ח התחייבות שנתית

שווי מהוון פעילות-1,000 ₪

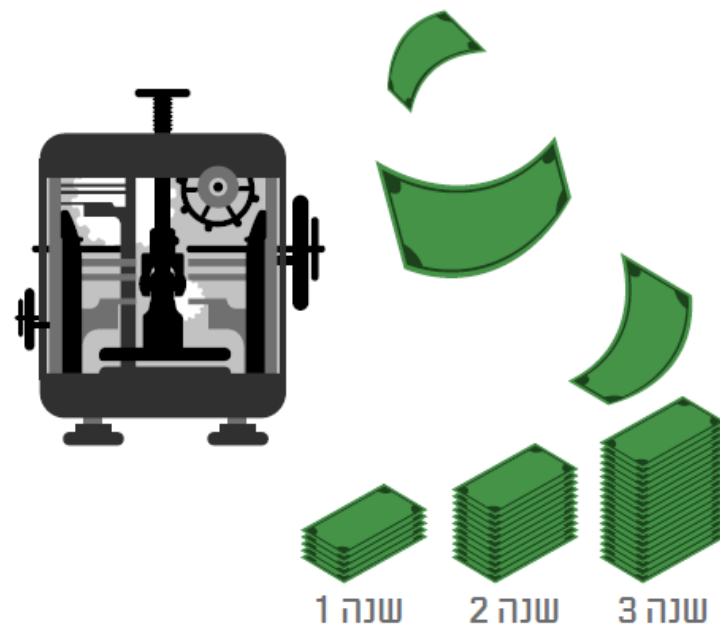


שווי חברה 700 ₪

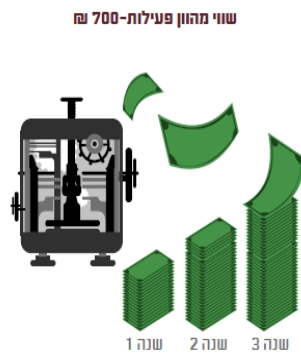
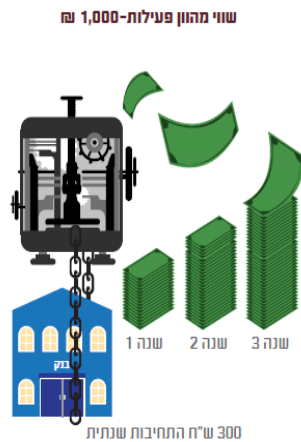


300 ש"ח התחיבות שנתית

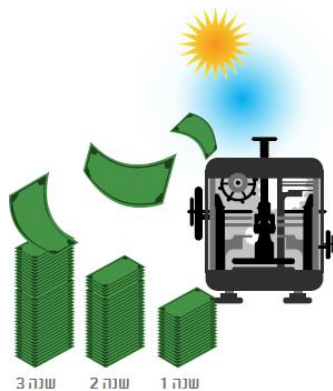
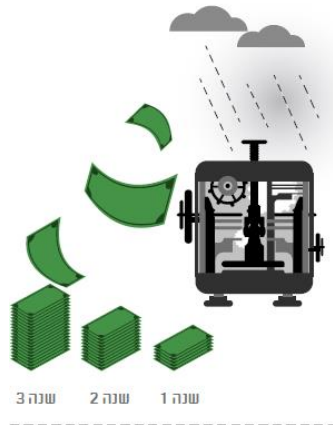
שווי חברה 1,000 ₪



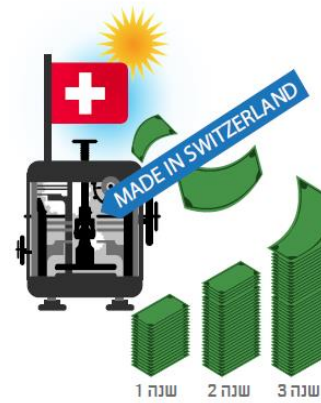
מבנה הון/חוב ונכסים/התחייבויות עודפים



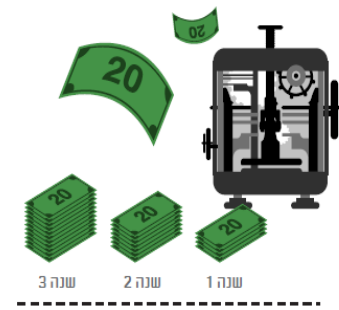
רמת הסיכון החיצוני



רמת הסיכון הפנימי



היקף וקצב יצור המזומנים



גישת היוון זרמי המזומנים DCF סדר הפעולות בקביעת השווי לפי DCF

גיבוש תחזית לרווחים בשנים הבאות

קביעת אורך חיי ההשקעה

קביעת שיעור ההיוון

ביצוע חישוב התזרים המהוון

הוספה של נכסים עודפים נטו או גריעה של התחייבויות פיננסיות נטו

התאמות בנושאים מיוחדים

בדיקת התוצאות לפי מספר גישות

דו"חות רגישות



גישת היוון זרמי המזומנים DCF

סדר הפעולות בקביעת השווי לפי DCF

גיבוש תחזית רווחים בשנים הבאות

ניתוח רווחיות לפחות בשלוש שנים אחרונות

- זיהוי הוצאות והכנסות שאינן חלק מהפעילות הכלכלית האוטנטית
- בחינת יציבות הרווח או התנודתיות שבו והסיבות לכך
- ניתוח מכירות ולקוחות בחתכים שונים
- הבחנה בין הוצאות משתנות להוצאות קבועות כבסיס לתחזית בהמשך

ניתוח השפעתן של ההשקעות אשר בוצעו לאחרונה והצפי לפירות מהן.

- האם ההשקעות מהוות שחרור צוואר בקבוק וישפיעו על ההכנסות
- האם ההשקעות מהוות תחליף להוצאות מסוימות.

גישת היוון זרמי המזומנים DCF

סדר הפעולות בקביעת השווי לפי DCF

גיבוש תחזית רווחים בשנים הבאות

השפעת מגמות בעולם על החברה או על השוק

- מגמות טכנולוגיות
- רגולציות בינלאומיות-איכות הסביבה

העמקת ההכרות עם הסביבה העסקית בשוק מושא הערכת השווי.

- גודל השוק, מגמות, פילוח, יחסי כוחות.
- השפעה ממשלתית-רגולציה
- מכסים ומיסוי
- חסמי כניסה
- סיכונים (חשיפה למחירי תשומות/מכירה, שינויים טכנולוגיים)
- הערכת מגמות שוק

גישת היוון זרמי המזומנים DCF

סדר הפעולות בקביעת השווי לפי DCF

גיבוש תחזית רווחים בשנים הבאות

זיהוי מיקומה של החברה מושא הערכת השווי בשוק בו היא פועלת

- ניתוח תחרות ומיקום ביחס למתחרים
- ניתוח מוצרים בהיבט של מיצוב שיווקי ו/או מיקום טכנולוגי (אם קיים)
- צינורות שיווק
- הערכת יכולת החדשנות

הכרת דרכי הניהול בחברה והשפעתם על הרווח העתידי

- ניהול סיכונים וחשיפות (חשיפה מטבעית, שערי ריבית, מנוף פיננסי)
- תלות באנשי מפתח
- שדרה ניהולית יציבה (אין תחלופה תדירה של מנהלים בכירים)
- מנגנוני עבודה מסודרים- תכנון פעיל
- קשר סביר בין תכנון לביצוע (בחינת יעדים מהעבר ועמידה בהם)
- ניהול חובות לקוחות וסיכוני אשראי

גישת היוון זרמי המזומנים DCF

סדר הפעולות בקביעת השווי לפי DCF

גיבוש תחזית רווחים בשנים הבאות

היקף ההשקעות העתידיות ועיתוין

- שימור יכולת היצור/ביצוע
- הרחבת יכולת היצור/ביצוע

גישת היוון זרמי המזומנים DCF סדר הפעולות בקביעת השווי לפי DCF קביעת אורך חיי ההשקעה

תחזית רווחיות ל-5 שנים.

מה קורה בתום תקופת התחזית?

העסק לא יניב פירות או שלא
ניתן לאמוד את הרווח מעבר
לתקופה – יש לאמוד את ערך
הגרע (שווי נכסי בתום התקופה)

העסק ימשיך להניב
פירות לאין סוף – היוון
תזרים "מייצג" לאין
סוף.

גישת היוון זרמי המזומנים DCF סדר הפעולות בקביעת השווי לפי DCF רכיבי מחיר ההון

מחיר ההון המשוקלל משקף את הסיכון הגלום בפעילות העסק,
ומבטא את התשואה אשר משקיע היה מצפה לקבל מעסק בעל
סיכון דומה.

$$R = R_f + BRP + FRP$$

R_f - ריבית חסרת סיכון

BRP - פרמיה על הסיכון העסקי

FRP - פרמיה על הסיכון הנובע מאופן המימון ורמת המינוף

גישת היזון זרמי המזומנים DCF סדר הפעולות בקביעת השווי לפי DCF אופן קביעת מחיר ההון

• מרכיבי ה-Wacc :

$$Wacc = Kd \times \underbrace{\frac{D}{D+E}}_{\text{משקל החוב מסך הפעילות}} \times (1 - T) + Ke \times \underbrace{\frac{E}{D+E}}_{\text{משקל ההון העצמי מסך הפעילות}}$$

Debt = חוב בערכי שוק
Tax of Rate = שיעור מס התברות החל' על התברה
Equity = הון עצמי בערכי שוק
Cost of debt = מחיר ההון הד
Cost of Equity = מחיר ההון העצמי
משקל החוב מסך הפעילות
משקל ההון העצמי מסך הפעילות

גישת היזון זרמי המזומנים DCF סדר הפעולות בקביעת השווי לפי DCF מחיר ההון העצמי K_e

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + SSP$$

R_f - תשואה חסרת סיכון

β - ביתא - מקדם הסיכון השיטתי של החברה

R_m - תשואת השוק

$(R_m - R_f)$ - פרמיית הסיכון של השוק

SSP - פרמיית סיכון ספציפי לחברה

גישת היוון זרמי המזומנים DCF סדר הפעולות בקביעת השווי לפי DCF היוון תזרים המזומנים

$$PV = \sum_{i=1}^{t-1} \frac{PMT_i}{(1 + Wacc)^i} + \left[\frac{PMT_t}{(Wacc - g)} \right] \frac{1}{(1 + Wacc)^{t-1}}$$

הערך המהווה של הגרט הערך המהווה בתקופת
התחזית

מתיאוריה לפרקטיקה
המציאות יותר מורכבת



הערכת שווי - האם תלויה במזמין? מטרת העבודה (והאינטרס בבסיסה)

- הערכות שווי לצרכי דיווח לרשויות המס – תלוי בתכנון המס?
- הערכות שווי לרכישה/מכירה/מיזוג/רה ארגון - תלוי ברוכש/קונה?
- הערכות שווי לצורכי דיווח חשבונאי – ייפוי הדוחות הכספיים?
- דרגות חופש בתחזית ההכנסות ובשיעורי ההיוון בשיטת ה- DCF.

הערכת שווי - האם תלויה במזמין?

מתוך: רעא 779/06 קיטאל החזקות ופיתוח בינלאומי בע"מ נ'

שאול ממן

... הבעיות הללו אינן בלתי פתירות וכי
מרביתן ייפתרו ע"י ביהמ"ש, בין על ידי
פיתוח מודעות, ועם הזמן מומחיות,
לשיטות ההטיה השונות ונטרולן

הערכת שווי - האם תלויה במזמין?

The biggest reason for bad valuations is not bad models but **bias**.

Building a better valuation model is easy, but getting the **bias** out of valuation is difficult....

A. Damodarn

הערכת שווי - האם תלויה במזמין? בניית תחזית ההכנסות במודל ה-DCF

- תקציב חברה בד"כ קיים, אם בכלל, לשנה עוקבת אחת בלבד.
- מודל ה- DCF דורש תחזית רב שנתית, תוך שקלול משתנים מאקרו כלכליים.
- איך בונים תקציב רב שנתי בפרקטיקה?

מיליוני ש"ח							
תחזית	תקציב	בפועל					
X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1	שנה
?	128	122	116	110	105	100	מחזור מכירות
	5%	5%	5%	5%	5%		שיעור גידול

שלב שני – תקציב רב שנתי:

מיליוני ש"ח					
תחזית					
X11	X10	X9	X8	X7	שנה
149	146	144	139	134	מחזור מכירות
2%	2%	3%	4%	5%	שיעור גידול

הערכת שווי - האם תלויה במזמין? בניית תחזית ההכנסות במודל ה-DCF

דוגמאות להטיית שווי בהתאם למטרת העבודה:
1. המשבר הכלכלי הגלובאלי או תכנון מס אופטימאלי?

מיליוני ש"ח							
תחזית	תקציב	בפועל					
X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1	שנה
?	115	122	116	110	105	100	מחזור מכירות
	-5%	5%	5%	5%	5%		שיעור גידול

2. חברה קבלנית – תחזיות בתנאי אי וודאות, קונים או מוכרים?

מיליוני ש"ח							
תחזית	תקציב	בפועל					
X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1	שנה
?	88	88	110	100	105	100	מחזור מכירות
	0%	-20%	10%	-5%	5%		שיעור גידול

3. הרחבת תחומי פעילות – בוודאות מוחלטת?

מיליוני ש"ח							
תחזית	תקציב	בפועל					
X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1	שנה
?	150	100	100	100	100	100	מחזור מכירות
	50%	0%	0%	0%	0%		שיעור גידול

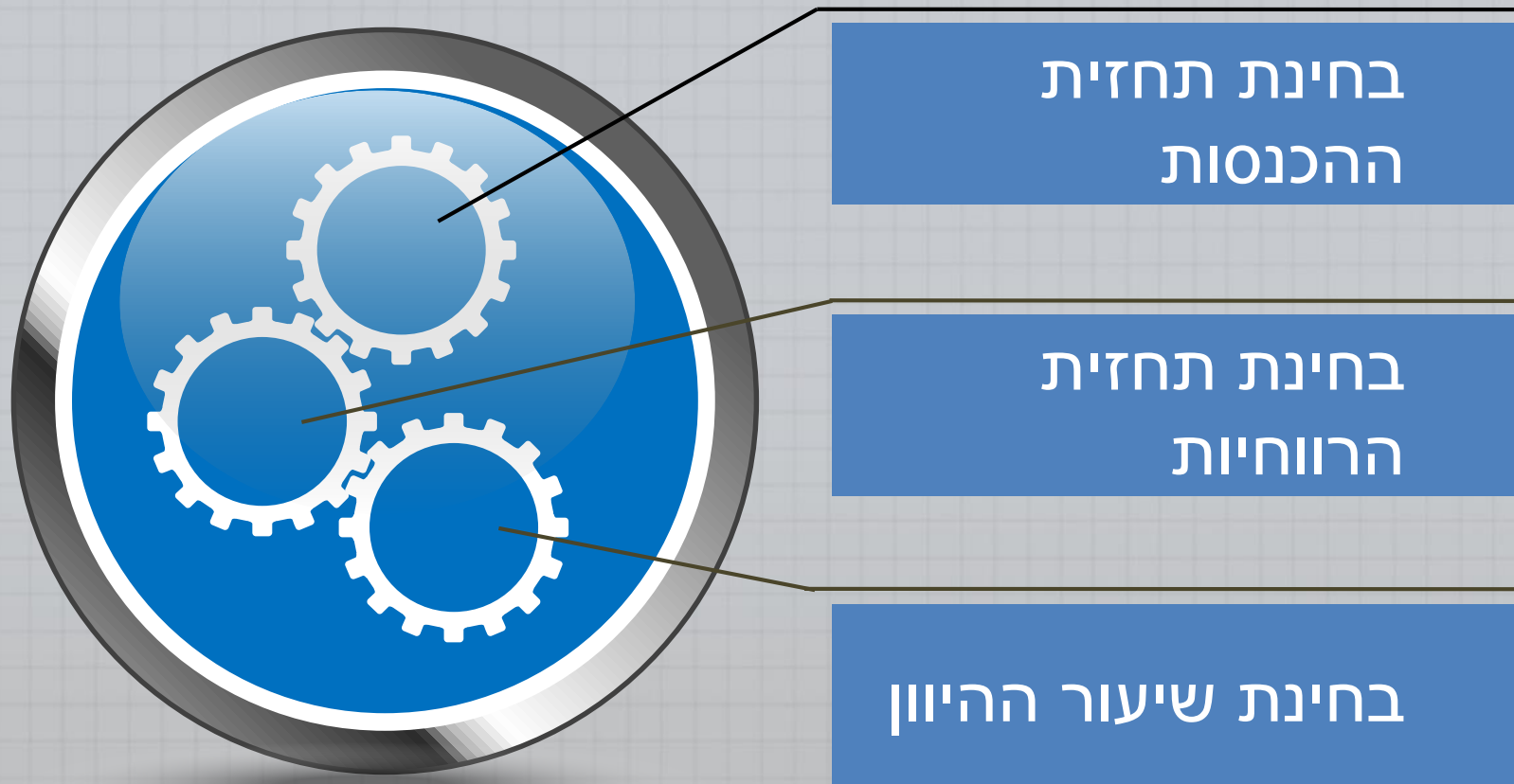
הערכת שווי - האם תלויה במזמין? שיעור ההיוון

$$K_e = R_f + R_p \cdot \text{BETA} + S_{Sp} \quad WACC = R_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + R_e \times \frac{E}{D + E}$$

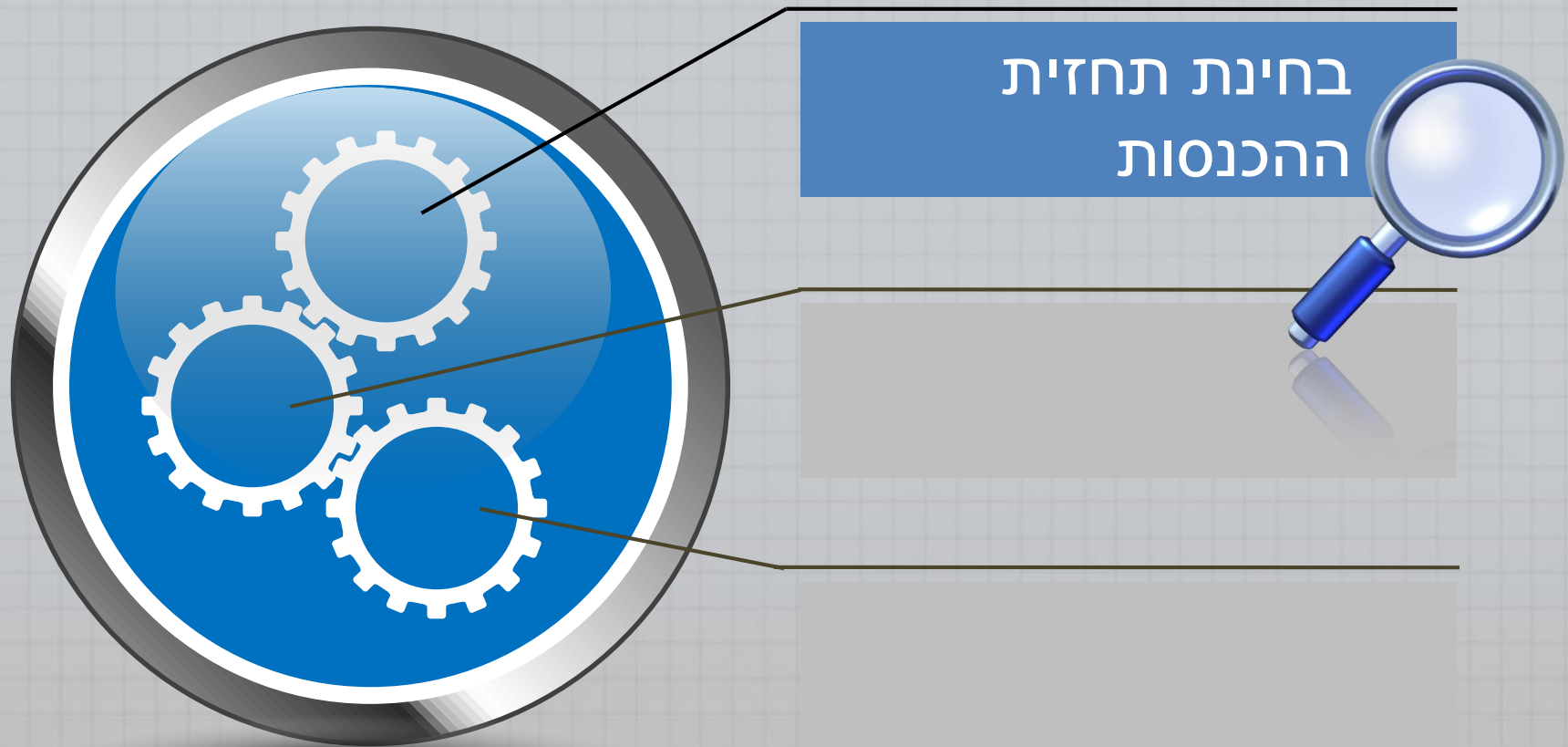
נוסחת חישוב מחיר ההון
המשוקלל:

Rf=	שיעור ריבית חסרת סיכון בישראל	להצמיד או לא להצמיד?
i=	שיעור עלות החוב	שיעור חוב נורמטיבי?
Rp=	פרמיית השוק	מחקרים מאקרו כלכליים
Ssp=	פרמיית מנייה קטנה (SSP)	מחקרים מאקרו כלכליים
Sep=	פרמיית סיכון נוספת	תלוי תוצאה?
B=	ביתא	חברות דומות או מסד נתונים?
D=	שיעור החוב מתוך סך השווי של החברה (הון + חוב)	חברות מדגם?

קריאה ובחינת הערכות שווי



קריאה ובחינת הערכות שווי



תשקיפים	מכשירים פיננסיים	דיווחי חברות	מתפרצות מהיום
---------	------------------	--------------	---------------

כלולים לדיווח:

נתוני מסחר

Signature Panel

להלן תמצית דוחות רווח והפסד של החברה לשנים 2011-2012:⁷

7,943 8,728 11,933

הכנסות פייסמן

100



2009 40

2022	2021	2020	הוצאות דמי מיסוי
5,437	5,774	9,259	הכנסות מימון, נטו בניכוי חומ"ס
680e	660e	780e	הוצאות
1,280	2,115	1,861	הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות
(1,305)	(117)	(41)	הוצאות אחרות, נטו
2,852	3,542	7,356	רווח לפני דמי ניהול
360e	410e	620e	הוצאות
2,640	3,840	2,040	דמי ניהול
212	(298)	5,316	רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה
505	179	1,516	מיסים על ההכנסה
(293)	(477)	3,800	רווח (הפסד) לתקופה

7. המאמצים לשנים קודמות לא נכללו בעבודתנו היות ואינם מוצגים על פי כללי ה- II-RS.



S.C.A
Economic Advisory Ltd

מתפרצת - ה"ק/ה"מ - הפס

דיווחי החברה:

תוצ"א סיפיה מ31.5, אישור עסקת אופל
והחלטות הנלוות לה-תיקון. פורסם ב-
02/06/2013 10:58

31.5.13-אישור הסדר. פורסם ב-
31/05/2013 12:00

תוצ"א סיפיה מ31.5, אישור עסקת אופל
והחלטות נלוות לה, איחוד הון . פורסם
ב-31/05/2013 11:26

מתקן ומשלים לאסיפה ב-31.5.13
עסקת אופל, תיקון בסעיף 15 לה.שוי.
29/05/2013 10:40 - ר

אסיפה ב-31.5 דוח מתקן לעסקת אופל
לרבות מתאר אופל והערכת שווי.

מצבת התחי"בות החברה ליום
31.3.13, לפי מועדי פרעון. פורסם ב-
27/05/2013 18:19

דוח רבעון 1 לשנת 2013. פורסם ב-
27/05/2013 18:09

כתב הצבעה לאסיפות שתתקיימנה ב-
31.5.13 לאישור בקשת ההסדר-
המשך פורסם ב- 26/05/2013 17:36

מועדים לאיחוד הון ביחס 1:100 : קובע
7.6.13, ביצוע 9.6.13, כפוף, פורסם ב-

321.11 +0.84% :50 ת"א בלוטק 1,123.38 +0.66% :100 ת"א 1,240.08 +0.79% :25 ת"א 17:45

אופל בלאנס (שימור)    נלווים לדיווח:   

הנדון: אסיפה ב-31.5 דוח מתוקן לעסקת אופל לרבות מתאר אופל והערכת שווי

נתוני מסחר

 Signature Panel

1. הנחות המודל

א. כללי

הערכת השווי בוצעה לחברת אופל, בהתבסס על זכויותיה הכספיים המבוקרים של החברה לשנים 2007-2011 וטיוטות דוח כספי לשנת 2012. כמו כן, האינדיקציה לשווי של חברת וילקו אשר ממוקדת בשיעור של 36% על ידי החברה התבססה על הדוח המבוקר לשנת 2011. הערכת השווי לחברת אופל הינה ליום 31.12.2012. תחזית תורגמה ממוסומים בנתנה לתקופה של 5 שנים. מושגנה הממוינת

ב. הכנסות וצמיחה

סך ההכנסות בשנת 2012 הסתכם בכ- 11,933 אלפי ש"ח, המהווה גידול של כ- 37% משנת 2011. שיעור הגידול הממוצע בהכנסות החברה בין השנים 2009-2011 הונח כ- 13%. לאור התוצאות ההיסטוריות של החברה והגידול ה**הנחה** בשנת 2012, בשנת התחזית הראשונה הונח גידול בשיעור של 13%, בדומה לשיעור הגידול הממוצע בהכנסות החברה בין השנים 2009-2011. באשר ל**המשך** שנות התחזית, הונח כי הצמיחה תלך ותפתח משיעור צמיחה שנתי של 10% עד לשנה המיוצגת בה הונחה צמיחה בשיעור של 2%, בהתאם לשיעור הצמיחה לטווח הארוך.

ה"ק/ה"מ - הפסקת מסחר

מתפרצת

דיווחי החברה:

תוצ"א סיפיה מ31.5, אישור עסקת אופל
וההחלטות הנלוות לה-תיקון. פורסם ב-
02/08/2013 10:58

תוצ"א סיפת בעמ"נ ונושי החב מיום
31.5.13-אישור הסדר . פורסם ב-
31/05/2013 12:00

תוצ"א סיפיה מ31.5, אישור עסקת אופל
והחלטות נלוות לה, איחוד הון . פורסם
31/05/2013 11:26-3

מתקן ומשלים לאסיפה ב-31.5.13
עסקת אופל, תיקון בסעיף 15 לה.שוי.
פורסם ב-29/05/2013 10:40

אסיפה ב-31.5 דוח מתוקן לעסקת אופל
לרבות מתאר אופל והערכת שווי.

מצבת התחייבות החברה ליום
31.3.13, לפי מועדי פרעון. פורסם ב-
27/05/2013 18:19

דוח רבעון 1 לשנת 2013. פורסם ב-
27/05/2013 18:09

כתב הצבעה לאסיפות שתתקיימנה ב-
31.5.13 לאישור בקשת ההסדר-
המשך פורסם כ-17:36 26/05/2013

מועדים לאיחוד הון ביחס 1:100 : קובע
7.6.13 ביצוע 9.6.13 כפוף פורסם ב-

17:45 ת"א 25: 1,240.08 +0.79% ת"א 100: 1,123.38 +0.66% ת"א בלוטק-50: 321.11 +0.84%

תשקיפים	מכשירים פיננסיים	דיווחי חברות	מתפרצות מהיום	הוד
---------	------------------	--------------	---------------	-----

אופל בלאנס (שימור)

נלווים לדיווח:

Find

הנדון: אסיפה ב-31.5 דוח מתוקן לעסקת אופל
לרבות מתאר אופל והערכת שווי

נתוני מסחר

Signature Panel

1. הנחות המודל - המשך

1. תחזית רווח והפסד
להלן מפורטת תחזית רווח והפסד של החברה, בהסתמך על ההנחות
והאומדנים שפורטו לעיל לשנות התחזית:

הכנסות מימון 16,836 16,506 15,871 14,833 13,484

2.0%

4%

7%

10%

13%

שיעור נדלול

הוצאות חומרים 1,276 1,251 1,203 1,124 1,022

רווח לפני הנה"כ 11,908 11,674 11,225 10,491 9,537

80 מרהיבנסות 70.73% 70.73% 70.73% 70.73% 70.73%

הוצאות הנה"כ 2,865 2,819 2,745 2,635 2,497

רווח לפני מסים 9,043 8,856 8,481 7,856 7,040

80 מרהיבנסות 53.65% 53.65% 53.44% 52.97% 52.21%

מתפרצת - ה"ק/ה"מ - הפסקת מסחר

דיווחי החברה:

תוצ"א אסיפה מ-31.5, אישור עסקת אופל
והחלטות הנלוות לה-תיקון. פורסם ב-
02/06/2013 10:58
תוצ"א אסיפת בעמ"נ ונשי החב מיום
31.5-13 אישור הסדר. פורסם ב-
31/05/2013 12:00

תוצ"א אסיפה מ-31.5, אישור עסקת אופל
והחלטות נלוות לה, איחוד הון. פורסם
ב-31/05/2013 11:26

מתקן ומשלים לאסיפה ב-31.5.
עסקת אופל, תיקון בסעיף 15 לה.שווי.
פורסם ב-29/05/2013 10:40

אסיפה ב-31.5 דוח מתוקן לעסקת אופל
לרבות מתאר אופל והערכת שווי.
פורסם ב-28/05/2013 21:43

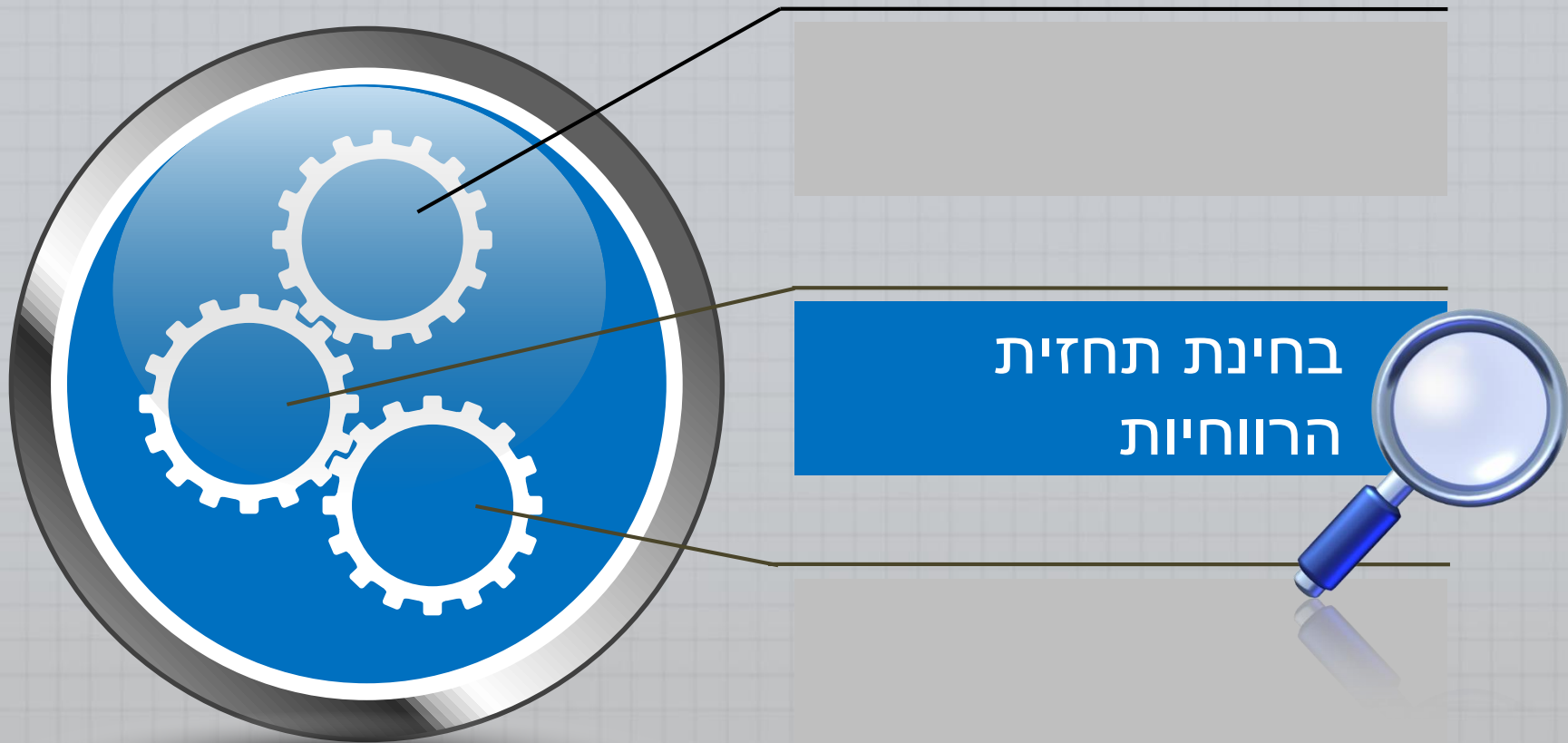
מצבת התחייבויות החברה ליום
31.3.13, לפי מועדי פרעון. פורסם ב-
27/05/2013 18:19

דוח רבעון 1 לשנת 2013. פורסם ב-
27/05/2013 18:09

כתב הצבעה לאסיפות שתתקיימנה ב-
31.5.13 לאישור בקשת ההסדר-
המשך. פורסם ב-26/05/2013 17:36

מועדים לאיחוד הון ביחס 1:100 : קובע
7.6.13 בביצוע 9.6.13 כפוף. פורסם ב-

קריאה ובחינת הערכות שווי



17:45 ת"א 25: 1,240.08 +0.79% ת"א 100: 1,123.38 +0.66% ת"א בלוטק-50: 321.11 +0.84%

תשקיפים מכשירים פיננסיים דיווחי חברות מתפרצות מהיום הוד

אופל בלאנס (שימור)

נלווים לדיווח:

המנון: אסיפה 31.5 דוח מתוקן לעסקת אופל לרבות מתאר אופל והערכת שווי

נתוני מסחר

Signature Panel

Find

1. הנחות המודל - המשך

ו. תחזית רווח והפסד
להלן מפורטת תחזית רווח והפסד של החברה, בהסתמך על ההנחות והאומדנים שפורטו לעיל לשנות התחזית:

אלפי ש"ח	2013	2014	2015	2016	מיוצגת
הכנסות מימון	13,484	14,833	15,871	16,506	16,836
שקנר נדל"כ	13%	10%	7%	4%	2.0%
הוצאות מימון	2,925	3,217	3,442	3,580	3,652
הוצאות חומ"ס	1,022	1,124	1,203	1,251	1,276
רווח לפני הנח"כ	9,537	10,491	11,225	11,674	11,908

מתפרצת ה"ק/ה"מ - הפסקת מסחר

דיווחי החברה:

- תוצ" אסיפה 31.5, אישור עסקת אופל וההחלטות הנלוות לה-תיקון. פורסם ב- 02/06/2013 10:58
- תוצ" אסיפת בעמ"נ ונשי החב מיום 31.5.13-אישור הסדר. פורסם ב- 31/05/2013 12:00
- תוצ" אסיפה 31.5, אישור עסקת אופל והחלטות נלוות לה, איחוד הון. פורסם ב- 31/05/2013 11:26
- מתקן ומשלים לאסיפה ב31.5.13 עסקת אופל, תיקון בסעיף 15 לה. שווי. פורסם ב- 29/05/2013 10:40
- אסיפה ב31.5-דוח מתוקן לעסקת אופל לרבות מתאר אופל והערכת שווי. פורסם ב- 28/05/2013 21:43
- מצבת התחייבות החברה ליום 31.3.13, לפי מועדי פרעון. פורסם ב- 27/05/2013 18:19
- דוח רבעון 1 לשנת 2013. פורסם ב- 27/05/2013 18:09
- כתב הצבעה לאסיפות שתתקיימנה ב- 31.5.13 לאישור בקשת ההסדר- המשך. פורסם ב- 26/05/2013 17:36
- מועדים לאיחוד הון ביחס 1:100 : קובע 7.6.13, ביצוע 9.6.13, כפוף. פורסם ב-

הוצאות הנהי"כ 2,865 2,819 2,745 2,635 2,497

רווח לפני מסים 9,043 8,856 8,481 7,856 7,040

17:45 ת"א 25: +0.79% 1,240.08 ת"א 100: +0.66% 1,123.38 ת"א בלוטק-50: +0.84% 321.11

תשקיפים	מכשירים פיננסיים	דיווחי חברות	מתפרצות מהיום
---------	------------------	--------------	---------------

נלווים לדיווח: 1 2

אופל בלאנס (שימור)

Find

Signature Panel

הנדון: אסיפה ב-31.5 דוח מתוקן לעסקת אופל לרבות מתאר אופל והערכת שווי

נתוני מסחר

מתפרצת - ה"ק/ה"מ - הפסקת מסחר

דיווחי החברה:

תוצ"א אסיפה ב-31.5, אישור עסקת אופל והחלטות הנלוות לה-תיקון. פורסם ב-02/06/2013 10:58

תוצ"א אסיפת בעמ"נ ונשי החב מיום 31.5.13 אישור הסדר. פורסם ב-31/05/2013 12:00

תוצ"א אסיפה ב-31.5, אישור עסקת אופל והחלטות נלוות לה, איחוד הון. פורסם ב-31/05/2013 11:26

מתקן ומשלים לאסיפה ב-31.5.13, עסקת אופל, תיקון בסעיף 15 לה.שווי. פורסם ב-29/05/2013 10:40

אסיפה ב-31.5 דוח מתוקן לעסקת אופל לרבות מתאר אופל והערכת שווי. פורסם ב-28/05/2013 21:43

מצבת התחייבות החברה ליום 31.3.13, לפי מועדי פרעון. פורסם ב-27/05/2013 18:19

דוח רבעון 1 לשנת 2013. פורסם ב-27/05/2013 18:09

כתב הצבעה לאסיפות שתתקיימנה ב-31.5.13 לאישור בקשת ההסדר-המשך. פורסם ב-28/05/2013 17:36

מועדים לאיחוד הון ביחס 1:100 : קובע 7.6.13, ביצוע 9.6.13, כפוף. פורסם ב-

רווח והפסד

להלן תמוצית דוחות רווח והפסד של החברה לשנים 2011-2012:

2010	2011	2012	אלפי ש"ח
7,943	8,728	11,933	הכנסות מימון
2400	1000	3700	00 מניחות
1,647	2,292	2,157	הוצאות מימון נטו
859	662	517	הוצאות חומ"ס
5,437	5,774	9,259	הכנסות מימון, נטו בניכוי חומ"ס
6800	6600	7800	00 מניחות
1,280	2,115	1,861	הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות

רווח לפני דמי ניהול

2,852	3,542	7,356	00 מניחות
-------	-------	-------	-----------

דמי ניהול

2,640	3,840	2,040
-------	-------	-------

רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה

212	(298)	5,316
-----	-------	-------

רווח (הפסד) לתקופה

(293)	(477)	3,800
-------	-------	-------

7 המאגזין לשנים הדומות לא הכלול בהערכת היות ואינם מוצגים על פי כללי ה-IKS

קריאה ובחינת הערכות שווי



Find

Signature Panel

המדון: אסיפה ב-31.5 דוח מתוקן לעסקת אופל לרבות מתאר אופל והערכת שווי

נתוני מסחר

מתפרצת

ה"ק/ה"מ - הפסקת מסחר

דיווחי החברה:

תוצ' אסיפה מ-31.5, אישור עסקת אופל וההחלטות הנלוות לה-תיקון. פורסם ב- 02/08/2013 10:58

«

תוצ' אסיפת בעמ"נ ונושי החב מיום 31.5.13-אישור הסדר. פורסם ב- 31/05/2013 12:00

«

תוצ' אסיפה מ-31.5, אישור עסקת אופל והחלטות נלוות לה, איחוד הון. פורסם ב- 31/05/2013 11:26

«

מתקן ומשלים לאסיפה ב-31.5.13, עסקת אופל, תיקון בסעיף 15 לה. שווי. פורסם ב- 29/05/2013 10:40

«

אסיפה ב-31.5 דוח מתוקן לעסקת אופל לרבות מתאר אופל והערכת שווי. פורסם ב- 28/05/2013 21:43

«

מצבת התחייבות החברה ליום 31.3.13, לפי מועדי פרעון. פורסם ב- 27/05/2013 18:19

«

דוח רבעון 1 לשנת 2013. פורסם ב- 27/05/2013 18:09

«

כתב הצבעה לאסיפות שתתקיימנה ב- 31.5.13 לאישור בקשת ההסדר- המשך. פורסם ב- 26/05/2013 17:36

«

מועדים לאיחוד הון ביחס 1:100 : קובע 7.6.13, ביצוע 9.6.13, כפוף. פורסם ב-

«

1. הנחות המודל - המשך

ט. מחיר ההון המשוקלל (WACC)

שיעור ההיוון אשר נדרש להיוון תזרימי המזומנים החזויים, אמור לשקף את רמת הסיכון הקיימת בפעילות החברה. חישוב שיעור ההיוון נעשה בהתאם למודל ה-CAPM. בעבודתנו זו נעשה שימוש בנתוני חברות מדגם ציבוריות, הפועלות בתחום משיק לפעילותה של החברה. החברות אשר שימשו לצורך אמידת מחיר ההון הינן :

1. FIRST CASH FINANCIAL SERVICES INC.
2. Ultimate Finance Group plc.
3. Cash America International, Inc.
4. קבוצת אחים נאוי בע"מ.

להלן נוסחת חישוב מחיר ההון המשוקלל ופירוט הפרמטרים:

$$WACC = Re \cdot E / (D + E) + Rd \cdot D / (D + E) \cdot (1 - T)$$

$$Re = Rf + Rp \cdot \beta + ARP$$

סימון	תיאור	ביאור	ערך
Rf	ריבית חסרת סיכון	א'	1.91%
Rp	פרמיית השוק	ב'	7.08%
BETA	סיכון ביחס לשוק	ג'	0.97
t	שיעור המס	ד'	25%
D/(D+E)	שיעור החוב	ה'	0%
ARP	פרמיית סיכון לחברות קטנות	ו'	6.1%

WACC

מחיר ההון

14.85%

S.C.A

Economic Advisory Ltd.

קריאה ובחינת הערכות שווי שיעור ההיוון (מספרים אינדיקטיביים בלבד!)

חברות
צעירות/קטנות
יחסית/ענפים
מסוכנים
כתלות בסיכון
החברה והענף

25%-15%

חברות
וותיקות
כתלות בענף
וגודל החברה

15%-11%

נכסי נדל"ן
מניבים
משרדים, קניונים
וכדומה

10%

חברות
גדולות
ומבוססות
כגון תנובה

8%-10 %

קריאה ובחינת הערכות שווי

שיעור ההיוון

הטבלה להלן מצביעה על תוצאות מחקרים שבוצעו על ידי Plummer⁴ וכן על ידי Scherlis and Sahlman⁵ בבואם להעריך את התשואה הנדרשת של קרנות הון סיכון מהשקעותיהן בחברות הזנק בשלבי התפתחות שונים.

Venture Capital Rates of Return		
<u>Stage of Development</u>	<u>Plummer</u>	<u>Scherlis and Sahlman</u>
Start-up	50%-70%	50%-70%
First stage or early development	40%-60%	40%-60%
Second stage or "expansion"	35%-50%	35%-50%
Bridge/IPO	25%-35%	25%-35%

(5) מקור: Plummer, James L., QED Report on Venture Capital Financial Analysis, Palo Alto: QED Research, Inc., 1987

(6) מקור: Scherlis, Daniel R. and William A. Sahlman, "A Method for Valuing High-Risk, Long Term, Investments: The Venture Capital Method," Harvard Business School Teaching Note 9-288-006, Boston: Harvard Business School Publishing, 1989

קריאה ובחינת הערכות שווי

צעדים מומלצים לבחינת הערכת שווי

- זיהוי נטיית המעריך והאינטרס בבסיס העבודה, ככל שישנם.
- בחינת שיטת הערכת השווי והתאמתה לחברה המוערכת.
- בחינת סבירות על ידי מכפילים מקובלים.
- בחינת צמיחת ההכנסות, על סמך נתוני העבר.
- בחינת שיעור הרווח הגולמי, על סמך נתוני העבר ונתונים ענפיים.
- בחינת הוצאות תפעול (משתנות/קבועות/משתנות למחצה).
- בחינת שיעור הרווח התפעולי, על סמך נתוני העבר ונתונים ענפיים.
- בחינת הוצאות המסים, בדגש על הפסדים צבורים לצרכי מס.
- בחינת אומדן ההשקעות והפחת בגין הרכוש הקבוע.
- בחינת השינויים בהון החוזר, בהסתמך על ימי ההון החוזר ונתונים ענפיים.
- בחינת ערך השייר ושיעור הצמיחה לטווח ארוך.
- בחינת שיעור ההיוון.
- בחינת הנכסים וההתחייבויות העודפות.
- נושאים מיוחדים נוספים - כגון דיסקאונט בגין אי סחירות המנייה, פרמיית שליטה וכדומה.



אגודת האקטוארים בישראל [ע"ר]
The Israel Association of Actuaries

ס.ק.א ייעוץ כלכלי בע"מ

תודה על ההקשבה



מגדל התאומים 1, רחוב ז'בוטינסקי 33 רמת-גן טלפון: 03-7749030

