

מודל לחיזוי שווי הפעילות של חברה ישראלית (מדד השווי התפעולי של פולניצר)

מאת: אורי דהן ורועי פולניצר

מדד השווי התפעולי של פולניצר (Polanitzer Enterprise Value Model) הוא מודל מתמטי-סטטיסטי, המבוסס על שבעה פרמטרים חשבונאיים, האומד פונקציה המסייעת לכמת את השווי התפעולי של חברה ישראלית (שווי פעילות, להבדיל משווי אקוויטי, או שווי חברה). למעשה הוגדרו שני מודלים: האחד עבור חברות פרטיות והשני עבור חברות ציבוריות. השוני נובע מהבדלי גודל בין שתי הקבוצות.

1. כללי

הערכת שווי חברה במתודת ה-DCF כרוכה הלכה למעשה בניהול תהליך מורכב מקצה-לקצה (E2E Process) הכולל בניה ואימון של 12 מודלים סטטיסטיים מימוניים. השאלה כמה שווה חברה, העסיקה מאז ומתמיד מנהלים, בנקאים ומשקיעים. אולם למרות כל המאמצים שהושקעו בתחום זה לא נמצאה עד היום נוסחה שתוכל לחזות בוודאות את שווי הונה העצמי של חברה.

יחד עם זאת, בשנים האחרונות פותחו מספר מודלים לחיזוי שווי פעילויות עסקיות ולהערכת שווי חברות. מודלים אלה מבוססים ברובם על ניתוחי הרווחיות של החברה בשנים האחרונות, תזרים המזומנים שלה, מיבנה ההון, רמת הנזילות ומחזורי המכירות. כל המשתנים הללו משוקללים יחד למדדי שווי תפעולי או למדדי שווי אקוויטי שבעזרתם ניתן למעשה לבצע הערכת שווי במהירות, בפשטות ובעיקר בזול. מרבית המודלים לחיזוי שווי פעילויות עסקיות ומדדי שווי חברות פותחו בארה"ב והם מתבססים על הדו"חות הכספיים של חברות. מנתוני הדו"חות הכספיים הללו עולה כי כמעט בכל המקרים ניתן היה לקבוע שווי חברה שקרוב מאוד למחירי השוק.

לפני שנציג את מדד השווי התפעולי של פולניצר, מן הראוי להדגיש כי מדובר במדד טכני המבוסס על ממוצעים. מדד זה עשוי אומנם לתת במרבית המקרים תחזיות טובות לשווי הפעילות העסקית של החברה, אולם קיימת תמיד האפשרות כי במקרה הפרטי אותו אנו בודקים נתוני הבסיס אינם מתאימים לאלו שנכללו במדד – ולכן התוצאות שנקבל אינן אמינות.

1

על רק המגבלות שהתגלו במודלים לחיזוי שווי תפעולי, החל האקטואר רועי פולניצר מפירמת הערכות השווי "שווי פנימי" בפיתוח מודל משוכלל, שבחן את קשרי הגומלין בין המשתנים הפיננסיים השונים, שיקלל אותם בהתאם לכושר הניבוי היחסי שלהם ובנה מודל מתמטי-סטטיסטי הנקרא בשם Polanitzer Enterprise Value Model. מודל זה מבוסס על 7 פרמטרים חשבונאיים בלבד.

מדד השווי התפעולי של פולניצר מפורסם כאן לראשונה. מדד זה מספק את התוצאה של מתודת ה-DCF, הלא היא שווי הפעילות העסקית, כלומר, ערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים הפנויים של הפירמה מהוונים במחיר ההון המשוקלל של הפירמה בחזרה למועד הערכת השווי.

2. מתודת ה-DCF

אקטוארים, רואי חשבון ואפילו עורכי דין העוסקים בתביעות רכושיות מזכירים מדי יום את מתודת ה-DCF להערכת שווי תאגידיים. מתודת ה-DCF (שיטת היוון תזרימי המזומנים העתידיים, Discounted Cash Flow) מבוססת במהותה על היוון התועלות הכלכליות העתידיות הצפויות לנבוע מהתאגיד המוערך, בשיעור ניכיון המותאם למידת הסיכון הגלומה בתוחלת התחזיות על פני משך תקופת התחזית (שוטף + 5 שנים + שנה מייצגת לאינסוף במקרה של שיטת ה-DCF).

3. תוצאת מתודת ה-DCF

נשאלת השאלה מהי בכלל תוצאת מתודת ה-DCF? אקטוארים ורואי החשבון יגידו כי תוצאת מתודת ה-DCF היא שווי החברה, הווה אומר, שווי הונה העצמי של החברה המכונה גם "שווי האקוויטי". ובכן הם טועים. מעריכי שווי תאגידיים מוסמכים יודעים כי תוצאת מתודת ה-DCF היא השווי התפעולי, המכונה גם "שווי הפעילות". מדוע? מאחר וכל מטרתה של מתודת ה-DCF היא להעריך את השווי התפעולי (שווי הפעילות) של התאגיד כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הלא מוחשיים (מוניטין) שלו ולא להעריך את שווי האקוויטי (שווי ההון העצמי) של התאגיד – כפי שרבים חושבים.

למעשה במסגרת מתודת ה-DCF מעריך השווי עורך תחילה תחזית פיננסית לגבי הפעילות העסקית המוערכת (תחזית זו כוללת את מרכיבי ההכנסות וההוצאות של הפעילות כמו גם את השקעותיה ברכוש קבוע ובהון חוזר לתקופה של שוטף + 5 שנים + שנה מייצגת לאינסוף). לאחר מכן, מעריך השווי מגבש את שיעור הניכיון לאחר מס הראוי לפעילות העסקית (אשר מהווה ממוצע משוקלל של מקורות המימון לפעילות העסקית).

בהמשך, מעריך השווי אומד את שיעור הצמיחה הפרמנטטי ארוך הטווח של הפעילות. ולבסוף, מעריך השווי מהוון בחזרה למועד הערכת השווי הן את תזרימי המזומנים החופשיים של הפעילות לתקופה של שוטף + 5 שנים והן את שווי הפעילות בתום תקופת התחזית (שערכו הנוכחי של מרכיב זה מכונה "ערך השייר"). כך שלמעשה תוצאת מתודת ה- DCF היא ערכם הנוכחי של כלל תזרימי המזומנים החופשיים הצפויים לנבוע מהפעילות העסקית המוערכת (לרבות ערך השייר).

אם כך מדוע, אקטוארים ורואי חשבון סבורים שתוצאת מתודת ה- DCF היא דווקא שווי האקוויטי ולא השווי התפעולי? התשובה לשאלה זו נעוצה בעובדה שהם לא מעריכי שווי תאגידי מוסמכים. על מנת לרדת מקומת "השווי התפעולי" לקומת "שווי האקוויטי" יש לבצע כמה התאמות, אך כאמור התאמות אלו אינן חלק אינטגרלי ממתודת ה- DCF ועל כן תוצאת מתודת ה- DCF היא דווקא השווי התפעולי (שווי הפעילות) ולא שווי האקוויטי (שווי ההון העצמי) של התאגיד.

4. שווי תפעולי (Enterprise Value, שווי פעילות)

בסעיף הקודם, קבענו כי תוצאת מתודת ה- DCF היא השווי התפעולי ולא שווי האקוויטי, אז מהו אם כן השווי התפעולי? השווי התפעולי (לפי שווי מאזני) מורכב מסך הצברם של השווי (המאזני) של ההון העצמי בספרי התאגיד והשווי המאזני של החוב הפיננסי, נטו בספרי התאגיד.

חוב הפיננסי, נטו פירושו ההפרש שבין חוב פיננסי ברוטו לבין יתרות מזומן. "חוב פיננסי ברוטו" מוגדר כסך הצברן של יתרות חוב לתאגידי בנקאיים, גופים פיננסיים ולמחזיקי אגרות חוב (סחירות ובלתי סחירות כאחד), התחייבות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות והתחייבויות בגין חכירה, בעוד ש"יתרות מזומן" מוגדר כסך הצברן של יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות לטווח קצר.

השווי התפעולי (לפי שווי שוק) מורכב למעשה מסך הצברם של שווי השוק של ההון העצמי בבורסה והשווי המאזני של החוב הפיננסי, נטו בספרי התאגיד. בצורה זו מובלעת ההנחה כי השווי המאזני של החוב הפיננסי ברוטו בספרי התאגיד משקף בקירוב את שווי השוק של החוב הפיננסי ברוטו בבורסה (בין אם לחברה יש חוב סחיר ובין אם לאו). לגבי יתרות המזומן מיותר לציין כי השווי המאזני של המזומן שווה תמיד לשווי השוק שלו.

5. בעלי הפירמה לעומת בעלי ההון העצמי

2

האקטואר הפיננסי הנודע, פרופ' רוברט מרטון במודל שקנה לו הגמוניה בתורת המימון מדבר על כך ששווי הפעילות של התאגיד מתחלק באופן כללי בין בעלי החוב השונים לבין בעלי ההון העצמי של התאגיד. על פי גישתו של מרטון, אם נביט לרגע על דו"ח הרווח וההפסד של כל תאגיד (מסחרי או תעשייתי) הרי שניתן לחלקו לשני חלקים.

החלק הראשון הוא כל החלק שמתחיל בשורת ה"הכנסות" (היא השורה העליונה בדו"ח, למעט בנקים, חברות ביטוח שאצלם הכל שונה) ומסתיים בשורת ה"רווח (הפסד) תפעולי לפני הכנסות (הוצאות) מימון" (כולל). חלק זה נקרא "החלק של בעלי הפירמה", מה שאומר, שההכנסות והרווחים המצויים בחלק זה "שייכים" הן לבעלי החוב השונים והן לבין בעלי המניות של התאגיד.

במילים אחרות- ההכנסות, הרווח הגולמי, רווחי ה- EBITDA והרווח התפעולי לפני מס שייכים הן לבעלי החוב השונים והן לבין בעלי המניות של התאגיד. מדוע? כי בחלק של בעלי הפירמה, התאגיד טרם לא שילם לבעלי החוב שלו את עלות המימון (קרי, הוצאות הריבית והפרשי הצמדה) שלו ועל כן כל מה שנמצא בחלק הזה מתחלק באופן כללי בין בעלי החוב השונים לבין בעלי ההון העצמי של התאגיד.

החלק השני הוא כל החלק שמתחיל בשורת ה"רווח (הפסד) הפעלה לאחר הכנסות (הוצאות) מימון" ומסתיים בשורת ה" רווח נקי (הפסד) לשנה" (כולל). חלק זה נקרא "החלק של בעלי ההון העצמי", מה שאומר, שהרווחים המצויים בחלק זה שייכים בלעדית רק לבעלי המניות של התאגיד.

במילים אחרות- הרווח לאחר הוצאות מימון והרווח הנקי לאחר מס שייכים לבעלי המניות של התאגיד בלבד. מדוע? כי בחלק של בעלי ההון העצמי, התאגיד כבר שילם לבעלי החוב שלו את עלות המימון (קרי, הוצאות הריבית והפרשי הצמדה) ולכן כל מה שנמצא בחלק הזה שייך אך ורק לבעלי המניות של התאגיד.

מהאמור לעיל עולה כי החלק היחיד ששייך בלעדית לבעלי החוב של התאגיד הוא סעיף הוצאות המימון.

6. שווי אקוויטי (Equity Value, שווי חברה)

כידוע מתודת ה- DCF היא שיטה להערכת שווי החברה, כלומר, להערכת שווי סך הונה העצמי של חברה, בערכים כלכליים, אותו אנו מכנים "שווי האקוויטי". עולה השאלה, כיצד זה מסתדר עם הקביעה שלנו לפיה תוצאת ה- DCF היא דווקא "השווי התפעולי"? הרי היה מצופה שאם מתודת ה- DCF אכן נועדה לקבוע את שווי האקוויטי, הרי שתוצאתה תהיה שווי האקוויטי.

נסביר שמתודת ה- DCF היא שם גנרי להיוון זרמי מזומנים. קיימות שתי ורסיות למתודת ה- DCF. הראשונה, המקובלת בישראל, המכונה FCFF (Free Cash Flow to Firm) שפירושה היוון תזרימי המזומנים הפנויים לכלל

בעלי הפירמה: בעלי המניות ובעלי החוב כאחד, בעוד שהשנייה, איננה מקובלת בישראל, המכונה FCFE (Free Cash Flow to Equity) שפירושה היוון תזרימי המזומנים הפנויים לבעלי המניות בלבד. לפיכך, ברור שבעוד תוצאת מתודת ה- DCF בוורסיית ה- FCFE היא השווי התפעולי של התאגיד, הרי שתוצאת מתודת ה- DCF בוורסיית ה- FCFE היא דווקא שווי האקוויטי של התאגיד. מאחר וכאמור מתודת ה- DCF בוורסיית ה- FCFE איננה מקובלת בישראל, הרי שעל מנת להגיע לשווי האקוויטי של התאגיד על ידי שימוש במתודת ה- DCF בוורסיית ה- FCFE על מעריך השווי לבצע כמה התאמות כדי לרדת מרמת "השווי התפעולי" לרמת "שווי האקוויטי". בין ההתאמות המקובלות ניתן למנות: הפחתת חוב פיננסי ברוטו, הוספת יתרות מזומן כאמור והוספת נכסים עודפים/לא תפעוליים ככל שלתאגיד המוערך אכן ישנם נכסים שכאלה.

7. מדד השווי התפעולי של פולניצר

כפי שצוין לעיל, אחד ממדדי השווי התפעולי שפורסמו הוא מדד השווי התפעולי Polanitzer Enterprise Value Model שפותח על ידי האקטואר רועי פולניצר מפירמת הערכות השווי "שווי פנימי". המדד המתבסס על בדיקת הדו"חות הכספיים של אלפיים חברות ישראליות (ציבוריות ופרטיות כאחד) שהאקטואר פולניצר העריך את שוויין בעשרים השנים האחרונות, מותאם הן לחברות שמניותיהן נסחרות בבורסה והן לחברות פרטיות מחוץ לבורסה. האקטואר פולניצר טוען כי כמעט בכל החברות שהעריך את שוויין, ניתן היה לקבוע את השווי באמצעות מספר פרמטרים חשבונאיים. מדובר בפרמטרים חשבונאיים תוצאתיים כמו הכנסות, רווח גולמי, רווח תפעולי וכד'. כמו כן גם לפרמטרים חשבונאיים מאזניים כמו למשל ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה וההון המושקע הייתה השפעה על שווי הפעילות.

בעקבות ממצאים אלה בנה האקטואר פולניצר את מדד השווי התפעולי שלו, המבוסס על מספר פרמטרים חשבונאיים. מדד זה מאפשר לחזות מראש את השווי התפעולי של חברה, מבלי לבצע לה הערכת שווי במתודת ה- DCF.

מדד השווי התפעולי של פולניצר, כמו כל מדד אחר, לוקה בכך שהוא מבוסס על ממוצעים, ותמיד ניתן יהיה למצוא מקרים חריגים בהם החיזוי שלו מוטעה. משום כך מומלץ להשתמש בו בזירות רבה ולהימנע מהסקת מסקנות חפוזות אלא אם כן המדד מלווה בממצאים נוספים המוליכים לאותן מסקנות.

כאן המקום לציין כי האקטואר דהן חלוק חלקית על מידת המוטיבציה להחליף את גישת ה- DCF, בנתונים חשבונאיים. לדעת דהן השימוש בגישתו של פולניצר, עשוי להוות אלטרנטיבה שנייה בדרגתה, בעת בה קיים מסיבות שונות קושי בשימוש בגישת ה- DCF.

8. הפרמטרים החשבונאיים המרכיבים את "מדד השווי התפעולי"

פולניצר בחן 20 פרמטרים חשבונאיים שונים, ובדק באיזו מידה הם מסוגלים לחזות את השווי התפעולי. פרמטרים אלו כללו הכנסות, הוצאות, השקעות, סעיפי אקטיב וסעיפי פאסיב. מתוך 20 הפרמטרים שנבחנו באמצעות מודל מתמטי-סטטיסטי, נבחרו שבעה פרמטרים חשבונאיים שנתגלו כטובים ביותר לחיזוי שווי פעיליות. לכל אחד משבעת הפרמטרים ניתן משקל שונה בהתאם לתרומתו היחסית לשווי הפעילות של החברה. הפרמטרים החשבונאיים הנכללים ב"מדד השווי התפעולי" הם:

$$X_1 = \text{Revenues} \quad \text{ס"ה הכנסות שנתיות}$$

פרמטר ההכנסות הינו פרמטר חשבונאי תוצאתי הנלקח מדו"ח הרווח וההפסד של החברה. מדד השווי התפעולי דורש שפרמטרים חשבונאיים תוצאתיים ותזרימיים בכלל ופרמטר ההכנסות בפרט יילקחו בהתאם לתוצאות החברה ב- 12 החודשים האחרונים שקדמו למועד הערכת השווי (כך גם בכל הפרמטרים הבאים שיוצגו). כך למשל, אם מועד הערכת השווי הוא יום ה- 31 במרץ 2022, אזי פרמטר ההכנסות שישמש במדד יחושב כסך הכנסות החברה בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2022 והכנסות החברה בתשעת החודשים האחרונים של שנת 2021 (המחושבים כהפרש שבין סך הכנסות החברה בשנת 2021 כולה לבין הכנסות החברה בשלושת החודשים הראשונים של שנת 2021). ככל שהכנסות גבוהות יותר, כך מדד השווי התפעולי גבוה יותר.

$$X_2 = \text{Gross Profit} \quad \text{רווח גולמי}$$

פרמטר הרווח הגולמי הינו פרמטר חשבונאי תוצאתי הנלקח מדו"ח הרווח וההפסד של החברה והוא מחושב כהפרש שבין ההכנסות של החברה לבין עלות ההכנסות של החברה, ל- 12 החודשים האחרונים כאמור. ככל שהרווח הגולמי גבוה יותר, כך מדד השווי התפעולי גבוה יותר.

$$X_3 = \text{EBIT} \quad \text{רווח תפעולי}$$

פרמטר הרווח התפעולי (המכונה גם "הרווח לפני מיסים וריבית" או "הרווח מפעולות רגילות") הינו פרמטר חשבונאי תוצאתי הנלקח מדו"ח הרווח וההפסד של החברה והוא מחושב כהפרש שבין הרווח הגולמי לבין סך ההוצאות התפעוליות (הכוללות הוצאות מכירה ושיווק, הוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מחקר ופיתוח, כאשר הוצאות אלו כוללות את הוצאות הפחת וההפחתות אך הן אינן כוללות הוצאות מימון והוצאות מס) ל- 12 החודשים האחרונים. ככל שהרווח התפעולי גבוה יותר, כך מדד השווי התפעולי גבוה יותר.

$$X_4 = \text{EBITDA} \quad \text{רווח תפעולי לפני פחת והפחתות}$$

פרמטר הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות הינו שילוב של פרמטר חשבונאי תוצאתי הנלקח מתוך דו"ח הרווח וההפסד של החברה (הרווח התפעולי) ושל פרמטר חשבונאי תזרימי הנלקח מתוך הדו"ח על תזרימי המזומנים של החברה (פחת והפחתות) והוא מחושב כסך הרווח התפעולי של החברה והוצאות הפחת וההפחתות של החברה, ל-12 החודשים האחרונים כאמור. ככל שהרווח התפעולי לפני פחת והפחתות גבוה יותר, כך מדד השווי התפעולי גבוה יותר.

$$X_5 = EBIT(1 - t) \quad \text{רווח תפעולי לאחר מס}$$

פרמטר הרווח התפעולי לאחר מס הינו שילוב של שני פרמטרים חשבונאיים תוצאתיים הנלקחים מתוך דו"ח הרווח וההפסד של החברה (הרווח התפעולי ומסים על הכנסה) והוא מחושב כהפרש שבין הרווח התפעולי של החברה לבין הוצאות המסים על הכנסה של החברה ל-12 החודשים האחרונים. ככל שהרווח התפעולי לאחר מס גבוה יותר, כך מדד השווי התפעולי גבוה יותר.

$X_6 = \text{Equity attributable to owners of Company}$ הון המיוחס לבעלי המניות של החברה

פרמטר ההון המיוחס לבעלי המניות של החברה מורכב משילוב של שני פרמטרים מאזניים, אותם יש להרכיב על בסיס פרמטרים חשבונאיים מאזניים הנלקחים מדו"ח המאזן של החברה - סה"כ ההון העצמי של החברה וזשמי"ש (זכויות שאינן מקנות שליטה) והוא מחושב כהפרש שבין סך ההון העצמי של החברה לבין ה- זשמי"ש. מדד השווי התפעולי דורש שפרמטרים חשבונאיים מאזניים בכלל יילקחו בהתאם למצבה הכספי של החברה נכון למועד הערכת השווי (אין צורך ב-12 חודשים, היות ומדובר בפרמטר מאזני, קרי, בעל מימד של מלאי). כך למשל, אם מועד הערכת השווי הוא יום ה-30 בספטמבר 2022, אז פרמטר ההון המיוחס לבעלי המניות של החברה שישמש במדד יחושב כהפרש שבין סה"כ ההון העצמי של החברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2022 לבין זכויות שאינן מקנות שליטה בחברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2022. ככל שההון המיוחס לבעלי המניות של החברה גבוה יותר, כך מדד השווי התפעולי גבוה יותר.

$X_7 = \text{Invested Capital}$ הון מושקע

פרמטר ההון המושקע מורכב משילוב של שלושה פרמטרים מאזניים שאותם יש להרכיב על בסיס פרמטרים חשבונאיים מאזניים הנלקחים מתוך דו"ח המאזן של החברה (ההון המיוחס לבעלי המניות של החברה, סה"כ החוב הפיננסי ברוטו של החברה וסה"כ יתרות המזומן של החברה) והוא מחושב כסך הצברם של ההון המיוחס לבעלים של החברה וסה"כ החוב הפיננסי ברוטו של החברה בניכוי סה"כ יתרות המזומן של החברה. נגדיר:

4

- **ההון המיוחס לבעלי המניות של החברה** = מחושב כהפרש שבין סך ההון העצמי של החברה וזשמי"ש.
- **סה"כ החוב הפיננסי ברוטו של החברה** = סה"כ החוב הפיננסי ברוטו כולל את יתרות החוב לטווח קצר ויתרות חוב לטווח ארוך והוא מחושב כסך כלל יתרות החוב של החברה לגופים פיננסיים ולבנקים, יתרות חוב למחזיקי אגרות החוב של החברה, התחייבויות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות והתחייבויות בגין חכירה. סה"כ החוב הפיננסי ברוטו אינו כולל הטבות לעובדים, הפרשות, מיסים נדחים התחייבויות אחרות.
- **סה"כ יתרות המזומן של החברה** = סה"כ יתרות המזומן של החברה מורכב אך ורק מיתרות לטווח קצר והוא מחושב כסך יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות של החברה.

מדד השווי התפעולי דורש שפרמטרים חשבונאיים מאזניים בכלל יילקחו בהתאם למצבה הכספי של החברה נכון למועד הערכת השווי, כלומר לנקודת זמן. ככל שההון המושקע גבוה יותר, כך מדד השווי התפעולי גבוה יותר.

9. שקלול הפרמטרים החשבונאיים ובניית "מדד השווי התפעולי"

שבעת הפרמטרים החשבונאיים שהוצגו לעיל משמשים, כאמור, לחיזוי השווי התפעולי של חברה, כאשר לכל אחד מהם משקול שונה בהתאם לתרומתו היחסית לשווי הפעילות של החברה. המשקלות נקבעו לאחר הרצה במחשב של נתוני אלפיים חברות ישראליות (ציבוריות ופרטיות כאחד) שהאקטואר פולניצר העריך כאמור את שוויין בעשרים השנים האחרונות.

המשקלות שניתנו ב"מדד השווי התפעולי" של פולניצר לכל אחד מהפרמטרים החשבונאיים היו כדלקמן:

חברות פרטיות בישראל	חברות ציבוריות בישראל
$0.160 = x_1$	$0.23 = x_1$
$0.436 = x_2$	$0.64 = x_2$
$1.102 = x_3$	$1.62 = x_3$
$0.739 = x_4$	$1.08 = x_4$
$1.503 = x_5$	$2.20 = x_5$
$0.250 = x_6$	$0.37 = x_6$
$0.128 = x_7$	$0.19 = x_7$

בהתאם למשקולות אלה נקבע "מדד השווי התפעולי" לחברות פרטיות בישראל לפי הנוסחה הבאה:

$$EV = 0.160 \cdot X_1 + 0.436 \cdot X_2 + 1.102 \cdot X_3 + 0.739 \cdot X_4 + 1.503 \cdot X_5 + 0.250 \cdot X_6 + 0.128 \cdot X_7$$

כאשר EV מייצג את השווי התפעולי (קרי, שווי הפעילות העסקית) של התאגיד למועד הערכת השווי. כפי שצוין לעיל, המדד לגבי חברות ציבוריות בישראל שונה מזה שהוצג לעיל. השוני מתבטא במשקולות שלו. מדד זה אינו מתאים לדעתנו לחברות פרטיות בישראל ומומלץ לכן להשתמש במדד של החברות הפרטיות בישראל שהוצג לעיל.

בכל מקרה, לפי המדד לחברות ציבוריות בישראל, נקבל את הפונקציה הלינארית הבאה :

$$EV = 0.23 \cdot X_1 + 0.64 \cdot X_2 + 1.62 \cdot X_3 + 1.08 \cdot X_4 + 2.20 \cdot X_5 + 0.37 \cdot X_6 + 0.19 \cdot X_7$$

כאשר EV מייצג את השווי התפעולי (קרי, שווי הפעילות העסקית) של התאגיד למועד הערכת השווי. חשוב להסביר שהפער בין המודלים לא נובע ממרכיב הדיסקאונט בגין היעדר סחירות (DLOM - Discount for Lack of Marketability) המאפיין את החברות הפרטיות בהשוואה לחברות הציבוריות, אלא דווקא מהתחשבות בהבדלי הגודל שבין חברות ציבוריות בישראל לבין חברות פרטיות בישראל.

10. מידת היישום של "מדד השווי התפעולי" בחברות ישראליות

כפי שצוין לעיל, "מדד השווי התפעולי", כמו כל מדד טכני אחר מבוסס על ממוצעים ולכן יש להשתמש בו תוך בחינת נתונים משלימים נוספים. בנוסף לכך יש לזכור שבעוד שהדו"חות הכספיים של חברות פרטיות בישראל ערוכים לפי התקנינה החשבונאית הישראלית (שבה דרך המדידה של אלמנטים שונים ב"שפה החשבונאית" היא על בסיס "עלות היסטורית"), הרי שהדו"חות הכספיים של חברות ציבוריות בישראל ערוכים לפי התקנינה החשבונאית הבינלאומית (שבה דרך המדידה של אלמנטים שונים ב"שפה החשבונאית" היא על בסיס "שווי הוגן"), לפיכך, המשקולות של "מדד השווי התפעולי" עבור חברות ציבוריות אינם מתאימים לחברות פרטיות.

11. פלאפון תקשורת בע"מ – דוגמה ליישום מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות פרטיות בישראל

5

פלאפון תקשורת בע"מ (להלן: "פלאפון") הינה חברה פרטית אשר 100% ממניותיה מוחזקות על ידי חברת בזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ (להלן: "בזק"). פלאפון התאגדה בישראל כחברה מוגבלת במניות ב- 5 ביולי 1985. פלאפון עוסקת במתן שירותי תקשורת סלולארית ובמכירה ותיקונים של ציוד קצה. ניתוח הדו"חות הכספיים של פלאפון לפי "מדד השווי התפעולי" של פולניצר לחברות פרטיות בישראל בשנתיים האחרונות מראה כי מדד השווי התפעולי של פלאפון נע בגבולות של 2.24-2.65 מיליארד ₪, המשקף לפלאפון בנטרול חוב פיננסי, נטו שווי אקוויטי קרי, שווי חברה או שווי הון עצמי) שנע בגבולות של 1.80-2.30 מיליארד ₪.

פלאפון תקשורת בע"מ - פרמטרים חשבונאיים נבחרים		
מתוך המאזנים המאוחדים בשנים 2022-2023 (במיליוני ₪)		
2022	2023	
2,399	2,348	$X_1 =$ הכנסות
706	715	$X_2 =$ רווח גולמי
193	196	$X_3 =$ רווח תפעולי
725	745	$X_4 =$ רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
139	146	$X_5 =$ רווח תפעולי לאחר מס
2,517	1,384	$X_6 =$ הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
2,866	1,747	$X_7 =$ הון מושקע

הערה: הנתונים מתבססים על הדו"חות הכספיים של בזק לשנים 2022-

2023. חלק מהנתונים מתבססים על הערכות

כדי לקבל את מדד השווי התפעולי יש לכפול את התוצאות שהתקבלו, בכל אחד משבעת הפרמטרים החשבונאיים, במקדמי השקלול של מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות פרטיות בישראל:

פלאפון תקשורת בע"מ - מדדי שווי תפעולי לשנים 2022-2023 (במיליוני ₪)			
מדד השווי התפעולי (1) × (2)		מקדם השקלול	הפרמטר החשבונאי
2022	2023	(2)	(1)
384	376	0.160	$X_1 =$ הכנסות
308	312	0.436	$X_2 =$ רווח גולמי
213	216	1.102	$X_3 =$ רווח תפעולי
536	551	0.739	$X_4 =$ רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
209	219	1.503	$X_5 =$ רווח תפעולי לאחר מס
629	346	0.250	$X_6 =$ הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
367	224	0.128	$X_7 =$ הון מושקע
<u>2,645</u>	<u>2,243</u>		מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות פרטיות בישראל

כיצד נוכל לבדוק את נאותות המדד (Back-test), רוצה לומר, עד כמה תוצאות מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות פרטיות בישראל קרובות לתוצאות המתקבלות ממתודת ה-DCF? לשם כך עלינו לתקף את תוצאות המדד אל מול מסקנות השווי התפעולי של פלאפון המפורסמות מדי שנה על ידי חברת האם שלה – בזק. לאמור- לשם ביצוע תיקוף (Validation) לתוצאות המדד עלינו להשתמש בשוויים התפעוליים הנקובים בהערכות שווי שקונה בזק כל שנה לצורך בדיקת ירידת ערך פעילות פלאפון בדוחותיה הכספיים בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS36.

נסביר כי על פי תקן חשבונאות בינלאומי IAS36 (כמו גם על פי תקן חשבונאות ישראלי מספר 15) נקבע כי על חברה (בזק במקרה דנן שלפנינו) לבצע מדי תקופה (לרוב אחת לשנה) בדיקות פגימה (Impairment) לנכסים לרבות מוניטין (שווי הפעילות של פלאפון במקרה דנן שלפנינו) הרשום בספריה וכל זאת על מנת לקבוע האם חלה ירידת ערך לנכסי החברה, או אם לאו.

6

מועד הערכת השווי (Valuation Date) הינו נקודת זמן ספציפית שהערכת השווי נכונה לה, בעוד שמועד הדו"ח (Report Date) הוא המועד שבו מסקנות הערכת השווי מועברות ללקוח.

בהערכת השווי שנחתמה ב-4 במרץ 2024 (הוא מועד הדו"ח), לצורך בחינת ירידת ערך, קבעו מעריכי השווי מחברת ארנסט יאנג (ישראל) בע"מ כי השווי התפעולי של פלאפון נכון ליום 31.12.2023 (הוא מועד הערכת השווי) נאמד ב-2,343 מיליון ₪. על פי מעריכי השווי, מודל ההערכה ששימש אותם בקביעת השווי התפעולי של פלאפון הוא "שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF)", שיעור ההיוון ששימש אותם (WACC לאחר מס) נאמד על ידם ב-11.25%, שיעור הצמיחה הפרמננטי נאמד על ידם ב-1.5% וערך השייר נאמד על ידם בכ-73.9% מסך השווי התפעולי.

כמו כן, בהערכת השווי שנחתמה ב-5 במרץ 2023 (הוא מועד הדו"ח), לצורך בחינת ירידת ערך, קבעו מעריכי השווי מחברת ארנסט יאנג (ישראל) בע"מ כי השווי התפעולי של פלאפון נכון ליום 31.12.2022 (הוא מועד הערכת השווי) נאמד ב-2,533 מיליון ₪. על פי מעריכי השווי, מודל ההערכה ששימש אותם בקביעת השווי התפעולי של פלאפון הוא "שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF)", שיעור ההיוון ששימש אותם (WACC לאחר מס) נאמד על ידם ב-10%, שיעור הצמיחה הפרמננטי נאמד על ידם ב-1.5% וערך השייר נאמד על ידם בכ-73.7% מסך השווי התפעולי. כעת נבדוק את הפער בין תוצאות מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות פרטיות בישראל לבין השווי התפעולי של פלאפון שנקבע בהערכות השווי שהוזכרו לעיל.

פלאפון תקשורת בע"מ - תיקוף לתוצאות מדד השווי התפעולי של פולניצר		
עבור חברות פרטיות בישראל ביחס לשיטת ה-DCF (במיליוני ₪)		
2022	2023	האומדן לשווי התפעולי
2,645	2,243	מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות פרטיות בישראל
2,533	2,343	שיטת היוון תזרים המזומנים (DCF- Discounted Cash Flows)
4.43%	-4.27%	טעות המודל באחוזים
	<u>0.08%</u>	הטעות הממוצעת

ניתן לראות שהטעות הממוצעת של מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות פרטיות בישראל ביחס לשווי התפעולי המתקבל ממתודת ה-DCF הסתכמה ב-0.08% בלבד. תוצאה מצוינת לכל הדעות, כאשר בתחום הערכות השווי של תאגידים מקובל שטעות של בין 15% ל-20%, לכל כיוון, היא טעות סבירה.

12. סלקום ישראל בע"מ – דוגמא ליישום מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות ציבוריות בישראל

סלקום ישראל בע"מ (להלן: "סלקום") הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. סלקום התאגדה בישראל כחברה מוגבלת במניות ביום 31 בינואר 1994. סלקום היא קבוצת תקשורת ישראלית המספקת מגוון רחב של שירותי תקשורת בישראל בשני תחומי פעילות, תחום התקשורת הסלולרית ותחום התקשורת הקווית. הקבוצה הינה ספקית שירותי הסלולר הגדולה בישראל עם נוכחות משמעותית הן במגזר הפרטי והן במגזר העסקי.

ניתוח הדו"חות הכספיים של סלקום לפי "מדד השווי התפעולי" של פולניצר לחברות ציבוריות בישראל בשנתיים האחרונות מראה כי מדד השווי התפעולי של סלקום נע בגבולות של 6.04-6.07 מיליארד ₪, המשקף לסלקום (בנטרול חוב פיננסי, נטו) שווי אקוויטי (קרי, שווי חברה או שווי הון עצמי) הנע בגבולות של 3.35-3.57 מיליארד ₪.

סלקום ישראל בע"מ - פרמטרים חשבונאיים נבחרים		
מתוך המאזנים המאוחדים בשנים 2022-2023 (במיליוני ₪)		
2022	2023	
4,300	4,398	$X_1 =$ הכנסות
1,266	1,339	$X_2 =$ רווח גולמי
358	333	$X_3 =$ רווח תפעולי
1,188	1,211	$X_4 =$ רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
313	277	$X_5 =$ רווח תפעולי לאחר מס
2,104	2,263	$X_6 =$ הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
4,798	4,756	$X_7 =$ הון מושקע

הערה: הנתונים מתבססים על הדו"חות הכספיים לשנים 2022-2023

7

כדי לקבל את מדד השווי התפעולי יש לכפול את התוצאות שהתקבלו, בכל אחד משבעת הפרמטרים החשבונאיים, במקדמי השקלול של מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות ציבוריות בישראל:

סלקום ישראל בע"מ - מדדי שווי תפעולי לשנים 2022-2023 (במיליוני ₪)			
מדד השווי התפעולי (1) × (2)		מקדם השקלול (2)	הפרמטר החשבונאי (1)
2022	2023		
989	1,012	0.23	$X_1 =$ הכנסות
810	857	0.64	$X_2 =$ רווח גולמי
580	539	1.62	$X_3 =$ רווח תפעולי
1,283	1,308	1.08	$X_4 =$ רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
689	609	2.20	$X_5 =$ רווח תפעולי לאחר מס
778	837	0.37	$X_6 =$ הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
912	904	0.19	$X_7 =$ הון מושקע
<u>6,041</u>	<u>6,066</u>		מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות ציבוריות בישראל

כיצד נוכל לבדוק את נאותות המדד (Back-testing), רוצה לומר, עד כמה תוצאות מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות ציבוריות בישראל קרובות לתוצאות המתקבלות ממתודת ה-DCF? לשם כך עלינו לתקף את תוצאות המדד אל מול מסקנות השווי התפעולי של 2 מגזרי הפעילות של סלקום (מגזר הנייד ומגזר הנייח) המפורסמות מדי שנה על ידי סלקום עצמה. לאמור- לשם ביצוע תיקוף (Validation) לתוצאות המדד עלינו להשתמש בסך הצברם של השוויים התפעוליים הנקובים בהערכות שווי שקונה סלקום כל שנה לצורך בדיקת ירידת ערך פעילות מגזר הנייד ומגזר הנייח בדוחותיה הכספיים בהתאם לתקן חשבונאות בינלאומי IAS36.

נסביר כי על פי תקן חשבונאות בינלאומי IAS36 (כמו גם על פי תקן חשבונאות ישראלי מספר 15) נקבע כי על חברה (סלקום במקרה דנן שלפנינו) לבצע מדי תקופה (לרוב אחת לשנה) בדיקות פגימה (Impairment) לנכסים לרבות מוניטין (שווי פעילות מגזר הנייד שלה ושווי פעילות מגזר הנייח שלה במקרה דנן שלפנינו) הרשום בספריה וכל זאת על מנת לקבוע האם חלה ירידת ערך לנכסי החברה, או אם לאו.

מועד הערכת השווי (Valuation Date) הינו נקודת זמן ספציפית שהערכת השווי נכונה לה, בעוד שמועד הדו"ח (Report Date) הוא המועד שבו מסקנות הערכת השווי מועברות ללקוח.

בהערכת השווי שנחתמה ב- 11 במרץ 2024 (הוא מועד הדו"ח), לצורך בחינת ירידת ערך, נקבו מעריכי השווי מחברת BDO זיו האפט, ייעוץ וניהול בע"מ בשווי תפעולי של 3,418 מיליון ₪ עבור מגזר הנייד של סלקום נכון ליום 31.12.2023 (הוא מועד הערכת השווי) ובשווי תפעולי של 2,385 מיליון ₪ עבור מגזר הנייד של סלקום נכון ליום 31.12.2023 (הוא מועד הערכת השווי). למעשה, מעריכי השווי מחברת BDO זיו האפט, ייעוץ וניהול בע"מ קבעו כי השווי התפעולי של סלקום נכון ליום 31.12.2023 (הוא מועד הערכת השווי) נאמד ב- 5,803 מיליון ₪ (זהו סך הצברם של שני השוויים התפעוליים שנאמדו). על פי מעריכי השווי, מודל ההערכה ששימש אותם בקביעת השווי התפעולי של סלקום הוא "שיטת היוון תזרימי מזומנים (Discounted Cash Flows)", שיעור ההיוון ששימש אותם (WACC לאחר מס) נאמד על ידם ב- 9%, שיעור הצמיחה הפרמננטי נאמד על ידם ב- 1.5% וערך השייר נאמד על ידם בכ- 68.9% מסך השווי התפעולי.

כמו כן, בהערכת השווי שנחתמה ב- 8 במרץ 2023 (הוא מועד הדו"ח), לצורך בחינת ירידת ערך, נקבו מעריכי השווי מחברת BDO זיו האפט, ייעוץ וניהול בע"מ בשווי תפעולי של 3,627 מיליון ₪ עבור מגזר הנייד של סלקום נכון ליום 31.12.2022 (הוא מועד הערכת השווי) ובשווי תפעולי של 2,688 מיליון ₪ עבור מגזר הנייד של סלקום נכון ליום 31.12.2022 (הוא מועד הערכת השווי). למעשה, מעריכי השווי מחברת BDO זיו האפט, ייעוץ וניהול בע"מ קבעו כי השווי התפעולי של סלקום נכון ליום 31.12.2022 (הוא מועד הערכת השווי) נאמד ב- 6,315 מיליון ₪ (זהו סך הצברם של שני השוויים התפעוליים שנאמדו). על פי מעריכי השווי, מודל ההערכה ששימש אותם בקביעת השווי התפעולי של סלקום הוא "שיטת היוון תזרימי מזומנים (Discounted Cash Flows)", שיעור ההיוון ששימש אותם (WACC לאחר מס) נאמד על ידם ב- 8.75%, שיעור הצמיחה הפרמננטי נאמד על ידם ב- 1.5% וערך השייר נאמד על ידם בכ- 72.5% מסך השווי התפעולי.

כעת נבדוק את הפער בין תוצאות מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות ציבוריות בישראל לבין השווי התפעולי של סלקום שנקבע בהערכות השווי שהוזכרו לעיל.

סלקום ישראל בע"מ - תיקוף לתוצאות מדד השווי התפעולי של פולניצר		
עבור חברות ציבוריות בישראל ביחס לשיטת ה- DCF (במיליוני ₪)		
2022	2023	האומדן לשווי התפעולי
6,041	6,066	מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות ציבוריות בישראל
6,315	5,803	שיטת היוון תזרימי מזומנים (DCF- Discounted Cash Flows)
-4.34%	4.54%	טעות המודל באחוזים
	0.10%	הטעות הממוצעת

ניתן לראות שהטעות הממוצעת של מדד השווי התפעולי של פולניצר עבור חברות ציבוריות בישראל ביחס לשווי התפעולי המתקבל ממתודת ה- DCF הסתכמה ב- 0.10% בלבד. תוצאה מצוינת לכל הדעות, כאשר בתחום הערכות השווי של תאגידים מקובל שטעות של בין 15% ל- 20%, לכל כיוון, היא טעות סבירה.

13. סיכום

מאחר והערכת שווי פעילות עסקית במתודת ה- DCF, לחילופין בשיטת המכפיל או לחילופין חילופין בשיטת ה- NAV מבוססת על פרמטרים חשבונאיים הנלקחים מהדוחות הכספיים, יש כאלה המציעים לצרף מספר פרמטרים חשבונאיים ביחד למודל סטטיסטי המבוסס לרוב על רגרסיה מרובת משתנים כדי לסייע בניבוי השווי התפעולי של חברה.

החוקר שהוא מהחלוצים בתחום הוא האקטואר פולניצר אשר פרסם לראשונה מודל בתחום כבר בשנת 2017. במאמר זה הצגנו את מדד השווי התפעולי של פולניצר (2024), המספק את התוצאה של מתודת ה- DCF, הלא היא שווי הפעילות העסקית, כלומר, ערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים הפנויים של הפירמה מהוונים במחיר ההון המשוקלל של הפירמה בחזרה למועד הערכת השווי.

על רק המגבלות שהתגלו במודלים לחיזוי שווי תפעולי, החל האקטואר רועי פולניצר מפירמת הערכות השווי "שווי פנימי" בפיתוח מודל משוכלל, שבחן את קשרי הגומלין בין המשתנים הפיננסיים השונים, שיקלל אותם בהתאם לכושר הניבוי היחסי שלהם ובנה מודל מתמטי-סטטיסטי הנקרא בשם Polanitzer Enterprise Value Model. מודל זה מבוסס על פרמטרים חשבונאיים בלבד.

לאמור- מדד השווי התפעולי של פולניצר הינו מודל מתמטי-סטטיסטי המבוסס על שבעה פרמטרים חשבונאיים והוא אומד פונקציה המסייעת לכמת את השווי התפעולי (קרי, את שווי הפעילות העסקית). חשוב מאוד שלא

להתבלבל עם שווי האקוויטי או שווי חברה שהוא שווי ההון העצמי) של חברה ישראלית (מודל אחד עבור חברות פרטיות בישראל ומודל שני עבור חברות ציבוריות בישראל בשל התחשבות בהבדלי הגודל בין שתי הקבוצות).

למדד השווי התפעולי של פולניצר מספר חולשות מעצם היותו מוגבל למספר מצומצם יחסית של פרמטרים חשובנאיים. הביקורת הראשונה היא על כך שמדד השווי התפעולי של פולניצר בוסס על חברות בעלות רווח תפעולי חיובי שמשלמות מיסים, ובפרט איננו מתאים, בוודאי לא כפי שהוא, לחברות סטארט-אפ, שאין להם הכנסות ולכן הרווח התפעולי שלהן הוא שלילי. שנית, המדד סובל מבעיות סטטיסטיות מעצם החיבור בין פרמטרים חשובנאיים שונים כמודל. שלישית, המדד בוסס על חברות ישראליות והוא אינו מותאם לחברות ממדינות שונות עם מבנה דוחות רווח והפסד שונה. ולבסוף, המדד מספק את השווי התפעולי אך לא את שווי האקוויטי שהוא התוצאה הנדרשת בהערכות השווי (הווה אומר- שווי סך הונה העצמי של החברה ולא שווי הפעילות העסקית שלה כמכלול). מן הראוי להדגיש כי מדובר במדד טכני המבוסס על ממוצעים. מדד זה עשוי אומנם לתת במרבית המקרים תחזיות טובות לשווי הפעילות העסקית של החברה, אולם קיימת תמיד האפשרות כי במקרה הפרטי אותו אנו בודקים נתוני הבסיס אינם מתאימים לאלו שנכללו במדד – ולכן התוצאות שנקבל אינן אמינות.

כותבי המאמר



הכלכלן והאקטואר אורי דהן



האקטואר רועי פולניצר

9

הכלכלן והאקטואר, אורי דהן, מנהל מזה כ- 30 שנה את משרד "אורי דהן ושות' - כלכלה, אקטואריה ופיננסים", המספק מגוון שירותי כלכלה, אקטואריה ופיננסים למגוון חברות, מוסדות וגופים ציבוריים. אורי דהן בוגר (BA) משנת 1986 ומוסמך (MBA) משנת 1988 בכלכלה ומנהל עסקים מהאוניברסיטה העברית, עם התמחויות במימון ובנקאות ולאורך השנים עבר מגוון קורסים והכשרות בתחומי כלכלה, אקטואריה גישור ועוד. לאורך השנים כתב אלפי חוות דעת כלכליות בתחומים המפורטים להלן.

אודות אורי דהן ושות' - כלכלה, אקטואריה ופיננסים:

משרד "אורי דהן ושות' - כלכלה, אקטואריה ופיננסים" מתמחה במתן השירותים הבאים: הכנת חוות דעת מומחה לתביעות משפטיות ולתהליכי פישור/גישור, ביצוע הערכות שווי הערכות שווי לחברות ולפרויקטים, בחינות התכנות וכדאיות כלכלית, ליווי הליכי מיזוג ורכישת חברות, הכנת תיקים למשקיעים, צירוף שותפים ופירוק שותפויות, הכנת עבודות מחקר עסקיות וכלכליות, ביצוע סקירות ענפיות וניתוח מגמות ענפי, כתיבת תוכניות עסקיות ומצגות עסקיות, טיפול בקבלת הטבות מדינה טיפול בהיבטים הכלכליים של צווי הקפאת הליכים והסדרי נושים לבתי משפט, בחינת יכולת החזר וסיכון מקבלי אשראי ועוד.

האקטואר רועי פולניצר, הבעלים של פירמת הייעוץ "שווי פנימי - מעריכי שווי בלתי תלויים", מוסמך כמעריך שווי תאגידיים על ידי לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), מוסמך כאקטואר פיננסי (FRM) על ידי האגודה העולמית לאקטוארים (GARP), בעל תואר BA בכלכלה ותואר MBA ממנהל עסקים שניהם בהצטיינות עם התמחות בהערכות שווי ואקטואריה מאוניברסיטת בן-גוריון בנגב. בשני העשורים האחרונים, האקטואר פולניצר ביצע אלפי הערכות שווי מקצועיות בלתי תלויות של תאגידיים בארץ ובחו"ל בתחומים שונים, בהיקפים מצטברים של מיליארדי דולרים.

אודות שווי פנימי:

פירמת הייעוץ "שווי פנימי", מתמחה בעשור וחצי האחרון במתן ייעוץ כלכלי והערכות שווי מקצועיות בלתי תלויות, על פי כללי חשובנאות בין לאומית (IFRS), תקינה חשובנאית אמריקאית (US GAAP) ותקינה חשובנאית ישראלית. הערכות השווי מבוצעות ע"י צוות המורכב מכלכלן מימוני, מנהל סיכונים פיננסיים, מעריך שווי אופציות, מהנדס פיננסי ואקונומטריקאי הבקיאים בתחומי הייעוץ הכלכלי והערכות השווי, הן בתהליכי M&A לצרכי דיווח כספי והן כחוות דעת מומחה בהליכים משפטיים, מטעם ועבור בתי משפט ורשויות רגולטוריות וסטטוטוריות שונות, בארץ ובחו"ל.