



אורי דהן ושות'
כלכלה, אקטואריה ופיננסים

הערכת שווי חברות

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com



תכולת המצגת

- עקרונות יסוד בהערכות שווי

- גישות להערכות שווי

- גישת היוון תזרים המזומנים

- הפסיקה

- יישום גישת DCF

- מבחני תקפות

- מאגרי מידע ונושאים נוספים



אורי דהן ושות' כלכלה, אקטואריה ופיננסים

עקרונות
בסיסיים
בהערכות
שווי

www.uridahan.co.il
info@uri-dahan.com

- מחיר הוגן (Fair Market Value)
- לצדדים ולמעריך מידע סביר לעובדות המהותיות הקשורות בעסקה
- הצדדים בעסקה שומרים על ריחוק (Arms Length)
- הערכת שווי נכונה למועד הכנתה
- התבססות על מידע ונתונים ידועים מחד ועל הערכות ותחזיות מאידך



אורי דהן ושות' כלכלה, אקטואריה ופיננסים

גישות להערכות שווי

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com

- גישת השווי הניכסי
- המטרה לקבוע את שווי ההון העצמי המתואם
- אינה מתאימה למצב של צמיחה או דעיכה
- לכן הגישה גם אינה מתאימה להערכת חברות חדשות
- אפשרית בחברות גדולות וותיקות ויציבות (בעיקר חברות נדל"ן)
- מתאימה לחברות במצב של סטגנציה
- ברמה הטכנית פשוטה ליישום ולהבנה
- נדרשות התאמות הדורשות לעיתים עבודה מורכבת, מקצועית ומולטי דספלינרית



אורי דהן ושות' כלכלה, אקטואריה ופיננסים

גישות להערכות שווי

www.uridahan.co.il
info@uri-dahan.com

- גישת המכפיל
- גישה קלה ופשוטה ליישום (*),
- תוצאה מידית ללא צורך בעריכת חישובים מורכבים ובמתודולוגיה מקצועית
- מקובל ככלל אצבע המאפשר השוואה בין חברות
- הגישה מהווה מקרה פרטי של מודל DCF
- חסרון עיקרי - העדר התייחסות פרטנית יסודית לנתוני החברה – מצב הענף, שיעורי צמיחה של החברה,
- עירוב מספרים בעלי אופי שונה – רווח הוא נתון חשבונאי, שווי הינו נתון כלכלי
- מאפשר מתן ביטוי לצמיחה עתידית באופן מוגבל
- התעלמות מהוצאות/הכנסות חד פעמיות



אורי דהן ושות' כלכלה, אקטואריה ופיננסים

גישות
להערכות
שווי

www.uridahan.co.il
info@uri-dahan.com

- שווי שוק
- טענות לגבי יעילות השוק בישראל
- העדר בסיס נתונים השוואתי גדול דיו
- העדר הומוגניות בין החברות
- עסקה שיוצאת לפועל לוקחת בחשבון מגוון פרמטרים, חלקם ספציפיים לעסקה ואינם משקפים מקרה כללי
- לכן הטענה כי לא ניתן להתווכח עם עסקה שבוצעה אינה נכונה קטגורית



אורי דהן ושות' כלכלה, אקטואריה ופיננסים

גישות להערכות שווי

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com

- היוון תזרים מזומנים (DCF)
- עדיפה לרוב ליישום עקב נטרול מגוון קשיים העומדים בבסיס הגישות האחרות
- דורשת שימוש משכיל במידע הידוע
- דורשת בניית תחזית במקצועיות ושמרנות
- עקרונות הגישה מתבססים על העמדת תחזית פעילות
- מטרת התחזית להגדיר את צפי תזרים המזומנים (ערך נכסים לעומת התזרים שהם מייצרים)
- חשיבות גדולה ביישום הגישה - לקביעת שיעור היוון ולאופק ההשקעה - נכונים
- גישה זו נקבעה ע"י בג"ץ ב- 12/2009 כגישה עדיפה לביצוע הערכות שווי



הפסיקה

- תמצית מסקנות הפסיקה (רע"א קיטאל נ' ממון)
- גישת DCF משקפת את השווי הכלכלי כעסק חי (לא בהכרח את מחיר השוק במועד מסוים).
- מחיר שוק אינו תמיד שווי הוגן
- בתי המשפט יעדיפו DCF כאשר קיימות עיוותי שוק
- הערכת DCF דורשת תחזיות אמינות ושיעור היוון מתאים
- השווי ההוגן עשוי לכלול פרמיית שליטה או פרמיית נזילות

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com



אורי דהן ושות' כלכלה, אקטואריה ופיננסים

הפסיקה

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com

- שווי מוניטין עסקי - הפסיקה
בע"א 7493/98 שלמה שרון נ. פקיד השומה (להלן "הלכת שרון")
- גישת הרווח השנתי הממוצע - היוון רווחים עתידיים.
- הגישה היחסית
- הגישה השירית
- הגישה השירית אומצה ע"י בית המשפט
- יישומה מותנה בקיום עסקה המבטאת מחיר כולל לעסק



אורי דהן ושות' כלכלה, אקטואריה ופיננסים

גישת DCF

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com

- יישום גישת היוון תזרים המזומנים
- ענף - חשיבות לבחינת המצב הענפי ומיקום החברה בענף
- בניית מסד נתונים טוב כבסיס לבניית תחזית
- ניתוח יסודי והשוואתי של מבנה הפעילות הפיננסי
- גזירת תזרים מזומנים לפי מיטב הכללים המימוניים - קיזוז הוצאות שאינן במזומן, מניעת כפל הוצאות מימון, הוספת עודף הנכסים הפיננסיים, נטרול טובת הנאת הבעלים, נטרול סעיפים לא רלוונטיים, אי מתן ביטוי לנכסים שאינם משמשים בייצור ועוד



אורי דהן ושות' כלכלה, אקטואריה ופיננסים

גישת DCF

המשך

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com

- המשך יישום גישת היוון תזרים המזומנים
- למעריך השווי יתרון – מבטא מידע שטרם קיבל ביטוי בדוחות הכספיים
- שיעורי צמיחה / דעיכה
- מחיר ההון - מוגדר ע"י מודלים מימוניים
- מחיר הון עצמי (CAPM) – $Ke = Rf + B(Rm - Rf)$
- מחיר ההון הכולל – WACC
- אופק ההשקעה – מועד סופי לעומת אין סוף



אורי דהן ושות' כלכלה, אקטואריה ופיננסים

גישת
DCF

המשך

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com

- מבחני תקפות
- חשיבות גדולה בעריכת מבחני תקפות
- יש לאתר את הפרמטרים הקריטיים ולהתמקד בהם
- בין היתר חשוב לבחון רגישות לשיעור ההיוון, לשיעורי צמיחה ולכל פרמטר קריטי אחר



אורי דהן ושות' כלכלה, אקטואריה ופיננסים

גישת
DCF

המשך

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com

- מאגרי מידע ונושאים נוספים
- אסוואת דמורדן – ביטוי לענפים, למיקום בגלובוס, לרמת המינוף ועוד
- איבוטסון, דף & פלפס – פרמיית אי סחירות וקוטן
- יש לנקוט זהירות רבה בהערכת שווי, עקב מורכבות הנושא ועומס המידע והנתונים שיש לבטא בהערכת השווי



אורי דהן

רקע

- משרד אורי דהן ושות' – עוסק במגוון תחומי כלכלה, אקטואריה, אנליזה ופיננסים, חוות דעת כלכליות, הערכות שווי ועוד
- המשרד פעיל מזה כ- 30 שנה בהן צבר מוניטין מקצועי, דיסקרטי, דינאמי, אמין ואובייקטיבי.
- אורי דהן, הבעלים ומנהל המשרד, כלכלן, אקטואר, אנליסט ואיש פיננסים ותיק ומנוסה, בוגר בכלכלה (BA) ומוסמך במנהל עסקים (MBA) עם התמחויות במימון ובנקאות, מהאוניברסיטה העברית בירושלים.
- שימש כדירקטור בחברות ותאגידים שונים
- רקע רחב בהערכות שווי חברות שנרכש ברשות החברות הממשלתיות בתקופת ההפרטה
- לאורך השנים רכש ידע במגוון הכשרות בתחומי – כלכלה, מימון, הערכות שווי, אקטואריה, פיננסים ועוד.
- חבר באיגודים מקצועיים שונים בתחומי כלכלה, מימון, הערכות שווי, אקטואריה, ועוד כגון: לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, עמותת גשת"פ לשכת היועצים העסקיים בישראל.

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com



תודה

אנו לרשותכם לכל דבר ועניין

www.uridahan.co.il

info@uri-dahan.com