



# אורי דהן ושות'

כלכלה, אקטואריה ופיננסים

טל. 077-7032332, וואטסאפ המשרד -050-7651196, טלפון נייד 050-5516067, [office@uri-dahan.com](mailto:office@uri-dahan.com), אתר: [www.uridahan.co.il](http://www.uridahan.co.il)

## מידול הערכות שווי מסוגים שונים - סקירה השוואתית

בניית תחזיות פיננסיות היא הלב הפועם של הערכת שווי מכל סוג. היכולת לתרגם סיפור עסקי למספרים דורשת הבנה מעמיקה של ההבדלים בין רווח חשבונאי למזומן, ובין פעילות קיימת לפוטנציאל עתידי ועוד. לעיתים אנו נשאלים מה הקשר בין סוגים שונים של הערכות שווי (שווי חברה, שווי עסק שאינו חברה, שווי פרויקט, שווי או ערך נזק ועוד מקרים שלא נעסוק בהם במסגרת זו).

להלן מוצגת סקירה השוואתית של העקרונות לבניית תחזיות לסוגי הערכות השווי שנמנו, על הדומה והשונה שבהן:

### 1. הערכת שווי חברה (Corporate Valuation)

מתמקדת ביישום משפטית שלמה, כולל מבנה ההון, חטיבות שונות ונכסים עודפים.

#### שלב א': תחזית פעילות ורווח והפסד

- **ניתוח Top-Down**: מתחילים מגודל השוק, נתח השוק של החברה וצפי מכירות.
- **שיעור צמיחה**: נהוג להשתמש בצמיחה גבוהה בשנים הראשונות (Stage 1) ודעיכה לכיוון צמיחה יציבה (Terminal Growth) התואמת את האינפלציה או צמיחת התמ"ג.
- **EBITDA ו-EBIT**: ה-EBITDA משמש כמדד ליכולת ייצור המזומנים התפעולית. ה-EBIT (רווח תפעולי) מחושב לאחר הפחתת פחת (Depreciation), המשקף את השחיקה בנכסים הקבועים הנדרשים לייצור ההכנסה.
- **טיפול במס**: משתמשים בשיעור המס החוק (Statutory Tax Rate) או בשיעור המס האפקטיבי הצפוי לחברה בטווח הארוך.

#### שלב ב': תחזית תזרים מזומנים (FCFF) והיוון

- **מעבר מ-EBIT לתזרים**: הנוסחה המקובלת היא:  
$$FCFF = EBIT \times (1 - t) + Depreciation - CapEx - \Delta WC$$
- **אופק השקעה**: בדרך כלל 5-10 שנים, בתוספת "ערך גרר" (Terminal Value) המייצג את פעילות החברה לנצח.
- **מימון**: בהערכת שווי חברה (Enterprise Value), מתעלמים מהוצאות מימון בתזרים ומהוונים לפי WACC (ממוצע משוקלל של עלות ההון).
- **הון חוזר (Working Capital)**: תחזית לשינויים במלאי, לקוחות וספקים הנגזרת מהגידול במכירות.

### 2. הערכת שווי עסק (Business Valuation)

דומה להערכת חברה, אך לרוב מתייחסת לעסקים קטנים/בינוניים או ליחידה עסקית ספציפית (SBU).

#### שלב א': תחזית פעילות ורווח והפסד

- **נרמול רווחים**: בעסקים פרטיים, יש חשיבות עליונה ל"ניקוי" הוצאות אישיות של בעלים או משכורות חריגות כדי להגיע לרווח מייצג.
- **אופק תחזית**: לעיתים קצר יותר מחברה ציבורית (3-5 שנים) בשל רמת ודאות נמוכה יותר.

#### שלב ב': תחזית תזרים מזומנים והיוון

- **שיטת המזומן**: בעסקים קטנים יש נטייה להסתכל על "תזרים מזומנים חופשי לבעלים" (FCFE).
- **שיעור היוון**: לרוב גבוה יותר מחברה ציבורית בשל פרמיית סיכון לעסק קטן (Size Premium) וסיכון ספציפי גבוה.
- **מימון**: אם מעריכים את ה-Equity, יש להפחית החזרי קרן ותשלומי ריבית מהתזרים.

### 3. הערכת שווי פרויקט (Project Valuation/Capital Budgeting)

הערכת כדאיות להשקעה ספציפית עם אורך חיים מוגדר.

#### שלב א': תחזית פעילות ורווח והפסד

- **עלויות שקועות (Sunk Costs)**: בניגוד להערכת חברה, כאן מתעלמים מהוצאות שכבר בוצעו. מתמקדים רק בתזרימים מצטברים (Incremental).
- **EBITDA של פרויקט**: מתמקד בשולי הרווח הישירים של הפרויקט בלבד.



**שלב ב': תחזית תזרים מזומנים והיוון**

- **אופק השקעה:** אורך החיים הכלכלי של הפרויקט (ללא ערך גרר בדרך כלל, או ערך גריטה בלבד).
- **טיפול בפחת:** פחת משמש כמגן מס בלבד. הוא מוסף חזרה לתזרים מכיוון שאינו הוצאה במזומן.
- **היוון:** שימוש ב-NPV (ערך נוכחי נקי) ו-IRR (שיעור תשואה פנימי). שיעור ההיוון משקף את הסיכון הספציפי של הפרויקט.

**4. הערכת שווי נזק (Damage Valuation / Lost Profits)**

חישוב הפיצוי הנדרש כדי להשיב את הנפגע למצב בו היה לולא ההפרה.

**שלב א': תחזית פעילות (תרחיש "אלמלא" - But-For)**

- **בניית שני מודלים:** מודל "המצב בפועל" מול מודל "המצב אלמלא הנזק".
- **שיעור צמיחה:** מתבסס על נתוני עבר והסכמים שנחתמו.
- **חיסכון בהוצאות:** יש להפחית מהרווח האבוד את ההוצאות שנחסכו לנפגע עקב אי-ביצוע הפעילות (Avoidable Costs).

**שלב ב': תחזית תזרים והיוון**

- **אופק הנזק:** התקופה מההפרה ועד לנקודה שבה העסק חוזר למסלולו המקורי.
- **מימון ומס:** לרוב החישוב נעשה לפני מס (Pre-tax) מכיוון שהפיצוי המשפטי חייב במס אצל המקבל, אך הדבר תלוי פסיקה.
- **שיעור היוון:** משקף את הסיכון שהיה קיים בהשגת הרווחים האבודים. לעיתים משתמשים בשיעור ריבית חסרת סיכון בתוספת פרמיה.

**ריכוז השוואתי של הטיפול במידול סוגי הערכות שווי בפרמטרים העקריים**

פרמטר טכני	הערכת שווי חברה (Corporate)	הערכת שווי עסק (Private/Small Biz)	הערכת שווי פרויקט (Project)	הערכת שווי נזק (Damage/Legal)
אופק התחזית	אינסופי. מודל מפורט ל-10-5 שנים ולאחריו ערך גרר (Terminal Value).	קצר-בינוני. לרוב 3-5 שנים. קושי בחיזוי יציבות לטווח ארוך מאוד.	קצוב. מוגדר לפי אורך החיים הכלכלי של הנכס/המיזם (ללא ערך גרר).	תקופת השיבוש. מהרגע שהחל הנזק ועד החזרה הצפויה למסלול המקורי.
צמיחה (Growth)	מבוססת על נתחי שוק וצמיחה ענפית; דועכת לשיעור צמיחה יציב (g).	מבוססת על יכולת אישית של הבעלים ופוטנציאל מקומי.	מבוססת על קיבולת ייצור או חוזים חתומים מראש.	מבוססת על המגמה ההיסטורית "אלמלא" (But-for) קרות הנזק.
טיפול בפחת (Dep.)	מנכה מה-EBITDA להגעה לרווח, אך מוחזר בתזרים (מגן מס).	כ"ל, אך לעיתים מוחלף בהוצאה על חידוש ציוד שוטף.	משמש אך ורק כסימולציה לצורך חישוב חסכון במס (Non-cash charge).	לרוב זניח; מתמקדים באובדן השולי של הרווח הנקי.
מימון (Interest)	לא מנכים ריבית. WACC אלא (FCFF) בתזרים משקללים אותה בשיעור ההיוון.	לעיתים Cost of Equity. קרובות מנכים החזרי חוב כדי לראות מזומן לבעלים (FCFE).	לרוב מתעלמים (בידוד הפרויקט). המימון נבחן ברמת היזם ולא הפרויקט.	מחושב כריבית משפטית על סכום העבר, או כהיוון בסיכון עסקי לעתיד.
מיסוי (Tax)	שיעור מס חברות סטטוטורי או אפקטיבי חזוי.	תלוי במבנה המיסוי של הבעלים (מס שולי/דיבידנד).	מס המוטל על רווחי הפרויקט הספציפי.	לפני מס (Pre-tax). הפיצוי נחשב הכנסה חייבת אצל הניזוק ביום קבלתו.
EBIT ל-EBITDA	דגש על שולי רווח תפעוליים ושימור הון (Maintenance CapEx).	דגש על "נרמול" – הפרדת הוצאות הבעלים מהוצאות התפעול.	דגש על רווחיות גולמית ותפעולית ישירה בלבד.	דגש על "הוצאות נחסכות" – מה לא הוצאנו בגלל שהפעילות הופסקה.