



אורי דהן ושות'

כלכלה, אקטואריה ופיננסים

טל. 077-7032332, וואטסאפ המשרד -050-7651196, טלפון נייד 050-5516067, office@uri-dahan.com, אתר: www.uridahan.co.il

הערכת שווי חברות - פערים ושוויון בשווי פעילות בגישת המכפיל לעומת שווי פעילות בגישת ה-DCF

ממבט תיאורטי ועד ליישום מתמטי

הערכת שווי פעילות (Enterprise Value) מהווה את לב האנליזה הפיננסית. שתי גישות דומיננטיות הן גישת **היוון תזרימי המזומנים (Discounted Cash Flow - DCF)** שהיא הגישה הרווחת ביותר וגישת **המכפילים (Multiples)** שבה נעשה שימוש רחב "ככלל אצבע", על אף החסרונות שבה. שתי הגישות נבדלות בקביעת הערך הכלכלי של הפעילות העסקית מהותית - בנקודת המבט, בעומק הניתוח ובדינמיקה ביניהן.

1. הקשר בין שתי הגישות: השוק מול הערך הפנימי

הקשר בין הגישות הוא קשר של "מחיר" מול "ערך". גישת המכפיל מתבוננת על השוק (מה אחרים מוכנים לשלם כרגע על נכסים דומים), בעוד שגישת ה-DCF בוחנת את הנכס עצמו (כמה מזומן הוא ייצר בעתיד). מבחינה מתמטית, המכפיל הוא למעשה "קיצור דרך" ל-DCF; הוא מתמצת את כל הציפיות לצמיחה, סיכון ורווחיות לתוך מספר בודד.

2. הסבר תמציתי על הגישות

- **גישת המכפיל (The Multiples Approach):** שיטה השוואתית הקובעת את שווי החברה על ידי הכפלת מדד מייצג (כמו EBITDA, רווח נקי או הכנסות) במכפיל המקובל בענף או בחברות דומות.
- **גישת היוון תזרימי מזומנים (DCF):** שיטה אבסולוטית המחשבת את הערך הנוכחי של כל תזרימי המזומנים החופשיים (Free Cash Flow) שהחברה צפויה לייצר בעתיד, תוך שימוש בשיעור היוון (WACC) המשקף את רמת הסיכון.

3. ההבדלים המהותיים בין הגישות

ההבדל העיקרי נעוץ במקור המידע ובאופן הזמן:

- **יחסיות מול אבסולוטיות:** המכפיל הוא יחסי (תלוי בשוק), בעוד ה-DCF הוא אבסולוטי (תלוי במודל עסקי).
- **סטטי מול דינמי:** המכפיל לרוב מתבסס על נקודת זמן אחת (השנה האחרונה או הבאה), בעוד ה-DCF בונה תחזית רב-שנתית המאפשרת שינויים בשיעורי הצמיחה, בהשקעות ההון (CapEx) ובמבנה ההוצאות.
- **שקיפות הנתונים:** ב-DCF כל הנחה (צמיחה, שיעור מס, הון חוזר) גלויה לעין. במכפיל, כל ההנחות הללו "קבורות" בתוך המספר האחד.

4. מדוע DCF נחשבת לגישה רצינית ויסודית יותר?

ה-DCF נחשבת ל"יתר התקן" של הערכות השווי מכמה סיבות:

1. **ירידה לפרטים:** היא מחייבת את האנליסט להבין לעומק את המודל העסקי, את מחזור חי המוצר ואת צרכי ההשקעה.
2. **נטרול רעשי שוק:** אם השוק כולו נמצא בבוועה או בשפל קיצוני, המכפילים יהיו מעוותים. ה-DCF מתמקד ביכולת הייצור הריאלית של החברה.
3. **התאמה אישית:** היא מאפשרת לבטא יתרונות תחרותיים ספציפיים שאינם קיימים אצל חברות "דומות".



5. יתרונות וחסרונות של גישת המכפיל

יתרונות	חסרונות
פשטות ומהירות: קלה לחישוב ולתקשור למקבלי החלטות.	פשטנות יתר: אינה מתחשבת בשינויים עתידיים במבנה העסק.
משקפת את סנטימנט השוק: נותנת אינדיקציה למה שקורה "כאן ועכשיו".	חוסר דיוק בהשוואה: קשה למצוא חברות שהן באמת "תאומות" (אותו מינוף, אותה צמיחה).
בסיס למשא ומתן: רוב עסקאות ה-M&A נסגרות סביב מכפילים ענפיים.	רגישות למניפולציות חשבונאיות: רווחים ניתנים לשינוי חשבונאי בקלות רבה יותר מתורים מזומנים.

6. המכפיל כמקרה פרטי של DCF

מילולית, המכפיל הוא לא "שיטה אחרת", אלא נוסחה מקוצרת של ה-DCF תחת הנחות של יציבות (Steady State). כאשר אנו מניחים שהחברה תצמח בשיעור קבוע לנצח ושיעור הסיכון שלה קבוע, מודל ה-DCF המורכב מתכנס לנוסחה פשוטה שממנה נגזר המכפיל. למעשה, כל מכפיל שוק "מגלם" בתוכו הנחת DCF סמויה לגבי הצמיחה והסיכון של החברה.

7. מהיוון תזרים למכפיל - הצגה מתמטית

נשתמש במודל הצמיחה של גורדון (Gordon Growth Model), שהוא הליבה של חישוב הערך המייצג ב-DCF. נסמן:

- V = שווי הפעילות.
- FCF_1 = תזרים המזומנים החופשי בשנה הבאה.
- $WACC$ = שיעור ההיוון (מחיר ההון המשוקלל).
- g = שיעור הצמיחה הקבוע.

על פי נוסחת ה-DCF לצמיחה אינסופית: $V = (FCF_1) / (WACC - g)$

נחלק את שני אגפי המשוואה ב- FCF_1 : $V / FCF_1 = 1 / (WACC - g)$

כאן קיבלנו את המכפיל התזרימי: $Multiplier = 1 / (WACC - g)$

כלומר: השווי (V) הוא התזרים כפול המכפיל. המכפיל עצמו מורכב אך ורק מהסיכון ($WACC$) ומהצמיחה (g)

8. תנאים להתכנסות DCF למכפיל

כדי שה-DCF יתכנס למכפיל פשוט ויהיה זהה לו, חייבים להתקיים התנאים הבאים:

- צמיחה קבועה (g): החברה צריכה להיות בשלב בגרות (Steady State) עם צמיחה יציבה.
- שיעור היוון קבוע: אין צפי לשינוי ברמת הסיכון או במבנה ההון.
- יחס השקעות-פחת יציב: ההשקעות בנכסים קבועים ובהון חוזר גדלות בקצב זהה לשורת הרווח.
- רווחיות מייצגת: התזרים הנוכחי אינו חד-פעמי אלא משקף את יכולת ההשתכרות לטווח ארוך.



9. או על דרך השלילה, מתי ה-DCF אינו מתכנס למכפיל?

השיטות יניבו תוצאות שונות מאוד במקרים הבאים:

- **צמיחה לא ליניארית:** חברת סטארט-אפ שצפויה לצמוח ב-50% בשנה הראשונה וב-5% רק בעוד עשור. המכפיל יתקשה לתפוס את השינוי הדרסטי הזה.
- **השקעות הון כבדות בתחילת הדרך:** חברה שמשקיעה כעת הון עתק בתשתיות; התזרים הנוכחי שלילי (מכפיל לא רלוונטי), אך ה-DCF יראה ערך גבוה בשל התזרימים הרחוקים.
- **שינוי צפוי בסיכון:** אם החברה עומדת לפרוע חוב גדול או לשנות דירוג אשראי, ה-WACC ישתנה לאורך זמן – מצב שרק גישת ה-DCF תוכל למדל.

10. דוגמה מספרית לשוויון בין הגישות

חברה תיאורטית בשם "יציבות בע"מ" מאופיינת במידע הבא:

- תזרים מזומנים חופשי חזוי לשנה הבאה (FCF1): 100 מיליון ש"ח
- מחיר הון משוקלל (WACC): 10%
- שיעור צמיחה פרמננטי (g): 5%

גישה	חישוב	תוצאה (שווי פעילות)
גישת ה-DCF	$V = 100 / (0.10 - 0.05)$	מיליון ש"ח 2,000
גישת המכפיל	$M = (1) / (0.10 - 0.05) = 20$ $100 * 20$	מיליון ש"ח 2,000

11. הסבר מילולי

בדוגמה זו, ניתן לראות כי כאשר החברה נמצאת במצב של "צמיחה מתמדת" וסיכון ידוע, אין הבדל בין השיטות. האנליסט שמשמש במכפיל 20 על התזרים, למעשה "אומר" שהוא מאמין שההפרש בין הסיכון לצמיחה של החברה הוא 5% (כיוון ש- $1/20 = 0.05$).

השוויון מתקיים כי המכפיל נגזר ישירות מהנחות היסוד של ה-DCF. אם היינו משנים את הצמיחה ל-2% בלבד, המכפיל היה צונח ל-12.5 $\Rightarrow (1 / (0.10 - 0.02))$, והשווי בשתי הגישות היה מתכנס ל-1,250 מיליון ש"ח. הדוגמה מראה שהמכפיל הוא למעשה הצגה מתמטית "דחוסה" לשווי הפעילות בגישת היוון תזרימי המזומנים.