

דוגמא לביצוע הערכת שווי חברה בשיטת ה- DCF

בוורסיה של ה- NACVA



האקטואר רועי פולניצר מציג הערכת שווי חברה בשיטת ה- DCF בוורסיה של האיגוד הלאומי למנתי שווי מוסמכים (NACVA).

בשלב השני, בניתי את תחזית תזרים המזומנים של סלקום לשנים 2025-2029:

כדי למצוא את שווי הפעילות (EV), נהוו את תזרימי המזומנים החופשיים שלה (FCF) לאחר, למועד הערכת השווי, באמצעות שיעור ה- WACC.

שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF) נגזרת מגישת ההכנסות. גישת ההכנסות גורסת כי שווי נכס הינו ערך המצטבר של הכנסותיו העתידיות.

גישת ההכנסות עושה שימוש במידע פנימי וספציפי לנכס המוערך. בכדי להעריך את השווי של נכס לאור ההכנסות הצפויות ממנו יש תחילה:

- לבצע ניתוח של הערך פנימי (Intrinsic Value) של הנכס הנובע מזרמי ההכנסות הצפויים לאורך חיי הנכס.
- יש להציג את ערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים על ידי היוון בשיעור התשואה המשקף את הסיכון הצפוי את וערך הזמן של הכסף.

בפרקטיקה המקובלת גישת ההכנסות ושיטת היוון תזרים המזומנים (DCF) הינה דרך המלך בהערכת שווי חברות לא כל שכן כאשר מדובר על חברה תפעולית אשר עיקר שווייה נובע מתזרים המזומנים העתידי אותה היא צופה לקבל. שיטת היוון תזרימי מזומנים "Discounted Cash Flows" (DCF) שווי ההון העצמי של החברה (E) מחולץ על-ידי שימוש בשווי הפעילות של החברה (EV) ובשווי החוב הפיננסי נטו (D) בהתאם למשוואה הבאה:

$$\text{שווי ההון העצמי } V = \text{חוב פיננסי נטו } D - \text{תזרים מהון } EV$$

שווי הפעילות של החברה מחושב על-ידי היוון תזרימי המזומנים החופשיים (FCF) בהתאם לשלבים הבאים:

חישוב מחיר ההון המשוקלל WACC

$$WACC = \left(R_d \times (1-t) \times \frac{D}{D+E} \right) + \left(R_e \times \frac{E}{D+E} \right)$$

t	מס חברות
Rd	מחיר החוב, מורכב מריבית חסרת סיכון בתוספת התשואה הנדרשת בגין הסיכון
D	חוב נטו
E	עלות גיוס ההון העצמי, מורכב מריבית חסרת סיכון בתוספת פרמיית הסיכון

חישוב תזרים מזומנים חופשי (FCF)

- סך ההכנסות החזיות
- סך ההוצאות החזיות
- מיסים
- פחת
- שינוי בהון חוזר
- השקעה ברכוש קבוע
- תזרים מזומנים חופשי (FCF)

סוגיה מעניינת הקשורה ליישום שיטת ה- DCF היא האם יש לבנות תחזית תזרים מזומנים מלאה לשנה המייצגת על ידי הפעלת שיעור הצמיחה לטווח ארוך של הכנסות החברה על תחזית ההכנסות של החברה בשנה האחרונה של התחזית (לפני השנה המייצגת) כדי לקבל את הכנסות החברה בשנה המייצגת ומשם להגיע גישת ה- Top Down לתזרים המזומנים החופשי המייצג של החברה בשנה המייצגת ולהונו לאינסוף (ע"ב נוסחת גורדון) באמצעות שיעור הצמיחה לטווח ארוך של הכנסות החברה (כאשר זוהי הטכניקה המקובלת בארץ וברוב האיגודים המקצועיים בארה"ב, כמו למשל באגודת השמאים האמריקאית, ובקיצור ה- ASA), או לחלופין לא לבנות תחזית תזרים מזומנים מלאה לשנה המייצגת, אלא פשוט להפעיל את שיעור הצמיחה לטווח ארוך של תזרים החברה על תחזית תזרים המזומנים החופשי של החברה בשנה האחרונה של התחזית (לפני השנה המייצגת) כדי לקבל את תחזית תזרים המזומנים החופשי של החברה בשנה המייצגת ולהונו לאינסוף (ע"ב נוסחת גורדון) באמצעות שיעור הצמיחה לטווח ארוך של תזרים החברה בשנה המייצגת (כמקובל במקומות מסוימים בעולם, כמו למשל באיגוד הלאומי האמריקאי לאנליסטים ומעריכי שווי מוסמכים, ובקיצור ה- NACVA).

במאמר זה אציג הערכת שווי לחברת סלקום ליום 31.12.2024 על פי המתודה של ה- NACVA. לצורך הערכת שווי סלקום השתמשתי בדוחות הכספיים שלה לשנת הדיווח 2024 (עם מספרי השוואה לשנת 2023) שפורסמו באתר מאי"ה ביום ה- 19 במרץ 2025. בשלב הראשון, בניתי את שיעור ההיוון הראוי להיוון התזרימים של סלקום:

המודל אותו אני מניח הינו מודל ריאלי, המתעלם מהשפעות האינפלציה החזיה	Rf	שיעור ריבית חסרת סיכון ראלית
השואת א"ח משלתי צמוד מדד לתקופה ארוכה כלל המפער (25 שנה)	2.05%	
הריבית הממוצעת הנופית של חברות צוברות הפועלות בתחום התקשורת - ההחלף כלל מינוף מודש של הביטא התפעולית הענפית בהתאם לשיעור המינוף הענפי פרמית השוק לשוק הישראלי בהתבסס על נתוני DAMODARAN ל- 2024	0.81	ביטא
בהתאם למחקר Kroll לחברות דמויות (התאמה לגודל "נדי")	6.46%	פרמיית שוק
בהתאם לטוחסה ה- CAPM, תוך התאמת דרישות לסיכונים ספציפיים $r_i = r_f + \beta_i (R_m - r_f)$	0.88%	פרמיית סיכון ספציפית
שיעור המינוף הפיננסי ברוטו בהתבסס על נתוני DAMODARAN ל- 2024	8.14%	התאמות
בהתאם להשוואת א"ח צמודות מדד בדירוג זהה לדירוג החוב של החברה לתקופה ארוכה	32.25%	Re
שיעור מס חברות בישראל	5.42%	DIV
	23.00%	Rd
	6.86%	T
		שיעור המס
		WACC

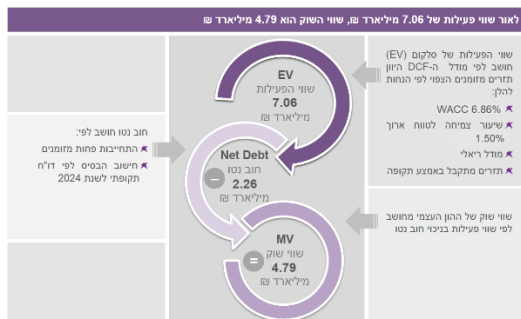
ה- WACC הראוי להיוון תזרים של סלקום הינו 6.86%

תחזית תזרים מזומנים לשנים 2025-2029:

מיליוני ₪	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	שנה בסיסית
הכנסות	4,600	4,743	4,871	4,983	5,078	
%	3.5%	3.1%	2.7%	2.3%	1.9%	
עלות המכר	-3,140	-3,238	-3,326	-3,402	-3,467	
%	-68.3%	-68.3%	-68.3%	-68.3%	-68.3%	
הוצאות תפעול	-1,072	-1,106	-1,136	-1,162	-1,184	
EBITDA	1,364	1,407	1,445	1,478	1,189	
%	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	23.4%	
EBITDA %	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	23.4%	
רווח תפעול (EBIT)	387	399	410	419	427	
שיעור מס	977	1,007	1,035	1,059	762	
פחת	-688	-710	-729	-746	-760	
השקעות (CAPEX)	1	1	1	1	1	
שינוי בהון חוזר	588	549	527	505	246	
תזרים מזומנים חופשי	569	549	527	505	246	
תזרים מהון	337	332	332	332	337	

שווי פעילות (EV) של סלקום לפי שיעור היוון 6.86% ביום 31.12.2024 הינו 7.06 מיליארד ₪

בשלב השלישי, אמדתי את שווי ההון העצמי של סלקום ל- 31.12.2024:



בשלב הרביעי, ביצעתי ניתוח רגישות דו-פרמטרי לשווי ההון העצמי של סלקום ל- 31.12.2024 ביחס לשינויים ב- (i) שיעור ההיוון (WACC) וב- (ii) שיעור הצמיחה לטווח הארוך (Perpetuity):

ניתוח רגישות שווי ההון העצמי

שיעור הון						טווח אמינות
7.26%	7.06%	6.86%	6.66%	6.46%		
4,037	4,211	4,396	4,594	4,806	1.00%	
4,200	4,386	4,586	4,799	5,029	1.25%	
4,378	4,578	4,793	5,025	5,275	1.50%	
4,571	4,788	5,021	5,273	5,547	1.75%	
4,783	5,018	5,273	5,549	5,849	2.00%	

האקטואר רועי פולניצר הוא הבעלים של פירמת הערכות השווי "שווי פנימי", מכהן כיו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, בעל BA במנהל עסקים ותואר MBA תואר בכלכלה (שניהם בהצטיינות ועם התמחות בהערכות שווי ואקטואריה) מאוניברסיטת בן-גוריון, בעל הסמכת מעריך שווי מימון תאגידי (CFV) מטעם הלשכה, מחזיק במעמד המקצועי הגבוה ("Fellow") בכמה איגודים אקטואריים מוכרים (לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, האיגוד הישראלי לאקטוארים, האיגוד העולמי לאקטוארים ועוד) וחבר באגודה הבין-לאומית לאקטוארים (PRMIA).