



דוגמא לביצוע הערכת שווי חברה בשיטת ה- DCF

בוורסיה של ה- NACVA

היועץ הפנסיוני דוד בכר מציג הערכת שווי חברה בשיטת ה- DCF בוורסיה של האיגוד הלאומי למנח"י הערכות שווי מוסמכים (NACVA).

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

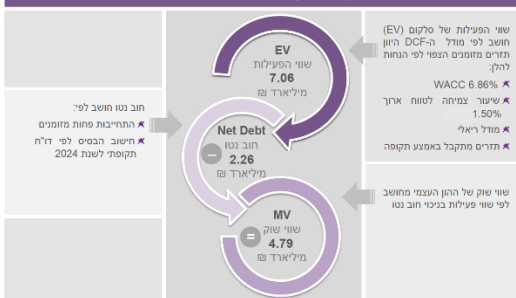
תחזית תזרים מזומנים לשנים 2025-2029

מיליוני ₪	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
הכנסות	4,600	4,743	4,871	4,983	5,078
%	3.1%	3.1%	2.7%	2.3%	1.9%
עלות המכר	-3,140	-3,238	-3,306	-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
EBITDA %	29.7%	29.7%	29.7%	29.7%	23.4%
רווח תפעולי (EBIT)	387	399	410	419	427
%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
שכר	977	1,007	1,035	1,059	762
השקעות (CAPEX)	-688	-710	-729	-746	-760
שינוי בהון חוזר	1	1	1	1	1
תזרים מזומנים חופשי	588	606	623	637	332
תזרים להון	569	549	527	505	246

שווי פעילות (EV) של סלקום לפי שיעור הון 6.86% ב-31.12.2024 הוא 7.06 מיליארד ₪

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

לאור שווי פעילות של 7.06 מיליארד ₪, שווי הון הוא 4.79 מיליארד ₪



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

ניתוח רגישות שווי ההון העצמי

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

מעריך הראשי של חברת אומדנות חשבונאים ויועצים (1969) בע"מ, היועץ הפנסיוני דוד בכר (בעל רישיון ממשרד האוצר), מכהן כאחראי תחום התכנון הפיננסי בלשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, בעל הסמכה כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA), בעל הסמכת מתכנן פיננסי מורשה (CFP) מטעם ועדת התקנים לתכנון פיננסי (FPSB) בארה"ב ובעל הסמכת חתם מורשה בביטוח חיים (CLU) מטעם הקולג' האמריקאי (American College).

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

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 מלאה לשנה 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 ההון הראוי להיוון התזרימים של סלקום:

המודל אחת היא מנייה היון מודל ריאלי, מתועל ממשפחת האינפלציה החזיה	
Rf שיעור ריבית חסרת סיכון ריאלי	2.05%
β ביטא	0.81
Rm-Rf פרמית שוק	4.66%
Re התאמות פרמית סיכון ספציפית	0.88%
Re מחיר הון ריאלי	8.14%
D/V שיעור מימון	32.25%
Rd מחיר החוב	5.42%
T שיעור מס	23.00%
WACC מחיר הון המשוקלל	6.86%

ה- WACC הראוי להיוון תזרים של סלקום הוא 6.86%

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 שוויה 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 חסרת סיכון בתוספת התשואה הנדרשת בגין הסיכון
 D חוב נטו
 E הון עצמי
 Re עלות גיוס ההון העצמי, מורכב מריבית חסרת סיכון בתוספת פרמית הסיכון

חישוב תזרים מזומנים חופשי (FCF)

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