




סיכום מחברת הקורס
"ניתוח דוחות כספיים
והערכת שווי חברות"
מהתואר הראשון שלי
בכלכלה

רועי פולניצר, כלכלן

כללי:



○ הקורס מקנה כלים להבנת ניתוח והערכת שווי חברות ולביצוע ניתוחים לקבלת החלטות עסקיות על בסיס דוחות כספיים ומידע פומבי נוסף של חברות עסקיות במגזרי המשק השונים, מנקודת המבט של משקיעים בשוק ההון, אנליסטים, בעלי מניות השליטה והמיעוט, הנהלת החברות וספקי אשראי.



תוכנית הקורס:

- מבוא וחזרה על מושגים בסיסיים בשוק ההון, דוחות כספיים, יחסים פיננסיים וסקירת מקורות מידע
- טכניקות בסיסיות לניתוח דוחות כספיים ומודל SWOT
- אמידת סיכון ואי וודאות, איתור קשיים צפויים בחברות על פי מודלים כמותיים ואיכותיים
- עריכת תחזיות נתונים פיננסיים ודוחות פרו-פורמה



תוכנית הקורס:

- הערכת שווי על בסיס מודל השוק ועל בסיס השווי הנכסי.
- הערכת שווי על בסיס היוון תזרימי מזומנים (DCF), קביעת שיעור היוון WACC, קביעת מחיר הון על בסיס מודל CAPM
- תהליכי גיוס הון בחברות, מיזוגים ורכישות, עסקאות ממונפות ומכירת חברות.



תוכנית הקורס:

○ סוגיות מתקדמות בניתוח חברות:

1. דגשים בניתוח דוחות כספיים בחברות שונות,

2. הערכת שווי בנקים, חברות נדל"ן וחברות השקעה ואחזקות

3. הערכת שווי חברות היי טק

4. שווי שליטה בחברה

5. שווי חסימה בחברה



הערכת שווי לפי סוגי משקיעים

☹ משקיע פיננסי



◀ משקיע מוסדי

◀ קרן הון סיכון

◀ הציבור

☹ משקיע אסטרטגי

☹ בעל שליטה



התשואה למשקיע

מחוללי התשואה

- ◀ דיבידנד
- ◀ רווח הון (עליית ערך המניה)
- ◀ סינרגיה עסקית המגבירה פעילות עצמית
- ◀ משיכות בעלים



תהליך הערכת השווי

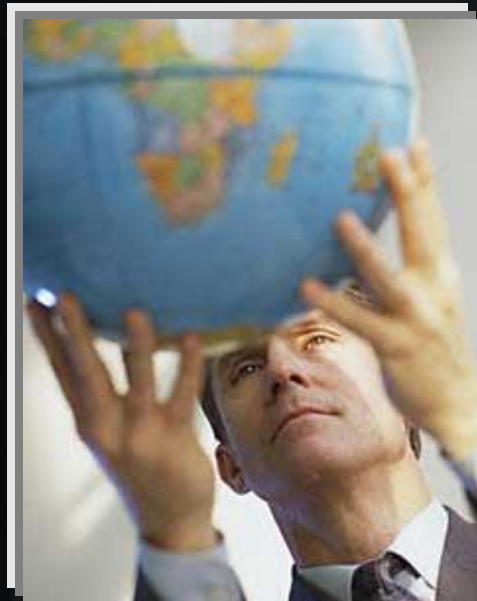
☞ אפיון צרכי מזמין ההערכה

☞ בחירת גישת הערכת השווי המתאימה

למזמין

☞ ניתוח הענף והחברה

☞ הערכת השווי



מקורות המידע



מקורות גלויים

- ◀ דוחות כספיים של החברה ושל חברות בענף
- ◀ פרסומים ממשלתיים
- ◀ סקרי שוק
- ◀ אתרי מידע



מידע פנים ↻



ניתוח הענף

- שלב במחזור חיי הענף
- פילוח השוק - איפיון הלקוחות
- איפיון התחרות (מחירים, איכות, שירות)
- איפיון ספקי תשומות (בלעדיות על מקורות חו"ג)
- בחינה על פי מודל *SWOT* של החברה מול הענף
- בחינה על פי מודל בוסטון של החברה מול הענף



מחזור חיי המוצר והענף

☺ **כניסה**- מכירות נמוכות, הפסדים, תחרות נמוכה.

☺ **צמיחה**- מכירות גדלות במהירות, רווחיות בשיאה, תחרות מתעצמת במהירות.

☺ **בגרות**- רמת המכירות מתייצבת, רווחיות בירידה, תחרות בשיאה.

☺ **דעיכה**- מכירות בירידה, רווחיות נמוכה, תחרות מצומצמת.



איסוף נתונים ענפיים

- ❖ רמת מחירים
- ❖ מגמות בביקוש ובהיצע
- ❖ מתחרים
- ❖ מוצרים חדשים
- ❖ חידושים טכנולוגיים
- ❖ רגולציה
- ❖ מיצוב יחסי
- ❖ שינויים מבניים
- ❖ תחזיות להיקף הפעילות
- ❖ ניתוח סיכונים

מטרת איסוף הנתונים הענפיים - בחינת יכולתה של החברה לייצר הכנסות ורווחיות במסגרת הענף.



כרטיס החדש



הגדרת תחום הפעילות

☞ מוצרים/שירותים המסופקים על ידי החברה.

☞ שווקים: מהו קהל היעד, מהם השווקים הגיאוגרפיים בהם החברה מתחרה.

☞ מה מיקומה של החברה בשרשרת הייצור, השיווק וההפצה.

☞ מיצוב החברה.



אסטרטגיית הגידול

☺ **אופקית-** הרחבת סל המוצרים, הרחבת הפריסה הגאוגרפית

☺ **אנכית-** הרחבת הפעילויות לתחומים משיקים (חברה יצרנית תשווק או תייצר מוצרים בעלי ערך מוסף למוצריה וכו")

☺ **גידול טבעי-** צמיחה מתוך הבסיס הקיים

☺ **מיזוגים ורכישות-** רכישת פלטפורמה יצרנית או שיווקית, רכישת לקוחות ושוקים



ניתוח רווחיות

☺ ניתוח רווחיות (מאזני, תוצאתי, תזרימי).

☺ אינדיקטורים לרווחיות עתידית.

☺ ניתוח טכני של דוחות כספיים.

☺ ניתוח אסטרטגיית הדיווח החשבונאית.

מטרת ניתוח הרווחיות - בניית רווח/תזרים

מייצג תוך נטרול פריטים חד פעמיים.



ניתוח סיכונים


ניתוח סיכונים ונדיליות

◀ **סיכון עסקי-** דו"ח דירקטוריון, תקשורת

◀ **סיכון תפעולי-** דו"חות רווח והפסד

ותזרים המזומנים

◀ **סיכון פיננסי-** מאזן ודו"ח רווח והפסד



איסוף נתונים

נתונים פיננסיים (נתונים תוצאתיים ומאזניים)
לפירמה ולענף, לצורך בחינת מחוללי הרווחיות
באופן אבסולוטי ויחסי.

היחסים הפיננסיים
משמשים להשוואת
מגמות בחתך
תקופתי וענפי ולצורך
תחזית רווחיות וצרכי
מימון בהתאם
למאפייני הפירמה.

← מבנה ההכנסות

← מבנה העלויות

← מבנה המימון

← נכסים עודפים

← יחסים פיננסיים

מדיניות דיווח



- ☺ **אגרסיבית:** מבקשת להציג רווחיות מקסימלית.
- ☺ **שמרנית:** מבקשת להציג רווחיות מינימלית.
- ☺ **החלקת רווח:** הנהלה המבקשת להחליק רווחים.





גישות בהערכת שווי חברות

☞ היוון תזרים המזומנים

☞ מכפיל הרווח

☞ מודל גורדון

☞ שווי נכסי

☞ כלל אצבע, שווי למנוי/למשתמש

☞ *Benchmark* - עסקות דומות

☞ *Exit* - פוטנציאל מימוש





היוון תזרים המזומנים - DCF

$$DCF = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

Discounted Cash Flow - D.C.F 

היוון תזרים מזומנים

CF_t - תזרים המזומנים בשנה 

i - שיעור ההיוון הנדרש 



היוון תזרים המזומנים

🕒 בניית תזרים המזומנים

◀ תחזית רווח והפסד

◀ התאמות לגזירת תזרים המזומנים:

טיפול בפחת, בהשקעות ובהון החוזר
התפעולי

🕒 קביעת שיעור ההיוון

🕒 הטיפול במאזן



רווח והפסד פרפורמה

תחזית ההכנסות



◀ הענף ושלב התפתחותו

◀ גודל השוק

◀ נתח השוק - סוג

הלקוחות והעסקאות

◀ אסטרטגיית גידול

◀ קצב הצמיחה



רווח והפסד פרופורמה



תחזית הוצאות

- ◀ ניתוח תמחירי של מבנה הוצאות (קבועות ומשתנות)
- ◀ מיון הוצאות בתחזית רווח והפסד (בסיס מזומן ובסיס מצטבר- פחת, מיסוי).



תחזית תזרים המזומנים

התאמות לתזרים המזומנים



- פחת <
- פחת כלכלי <
- השקעות <
- הון חוזר תפעולי <



היוון תזרים המזומנים

קביעת שיעור ההיוון

- ◀ עלות ההון - ריבית אלטרנטיבית
- ◀ הקשר בין תשואה לסיכון - פרמיית סיכון
- ◀ רמת המינוף של הפירמה
- ◀ שיעור ההיוון הנגזר מן השוק
- ◀ מודל CAPM
- ◀ מודל WACC



מקורות המימון של הפירמה

הון ↻

הון בעלים <

רווח צבור <


התחייבויות ↻

אגרות חוב <

אשראי בנקאי <

ספקים <





הטיפול במאזן

⌚ גריעת התחייבויות פיננסיות


⌚ הוספת נכסים פיננסיים


⌚ הוספת נכסים עודפים


(אשר אינם מייצרים תזרים מזומנים שוטף)



המכפילים

מכפיל רווח נקי - Price/Earnings 

מכפיל EBIT (רווח תפעולי לפני ריבית ומס) 

מכפיל הון עצמי (בנקאות, נדל"ן) 

EBITDA (רווח תפעולי לפני פחת והפחתות) 

מכפיל הכנסות (Start Up) 

מכפיל הרווח



אמידת הרווח המייצג ☹

קביעת המכפיל הראוי ☹

מכפיל רווח נקי ☹

מכפיל רווח תפעולי ☹

הטיפול בהתחייבויות הפיננסיות ☹





רווח מייצג

תחזית רווח והפסד 

הטיפול בסעיפים חד פעמיים 

מכפיל הרווח



המכפיל האופייני בענף ↻

שיעור הצמיחה החזוי ↻

רמת הסיכון ↻

סוגי מכפילים


מכפיל רווח נקי ◀

מכפיל רווח תפעולי והטיפול ◀

בהתחייבויות הפיננסיות

מכפיל EBITDA ◀

מודל גורדון – צמיחה


$$P = \frac{E}{K - g}$$

אמידת רווח/דיבידנד ↻

דיבידנד שחולק <

שיעור הצמיחה <

שיעור ההיוון ↻

התשואה ↻

המכפיל הנגזר ↻

P – שווי החברה 

E – רווח/דיבידנד 

K – שיעור התשואה 

הנדרש

g – צמיחה שנתית 

תזויה



גישת השווי הנכסי Book Value



חברה בפשיטת רגל ↻

חברת השקעות ↻

שלד בורסאי ↻

עלויות הנפקה <

הפסד צבור לצרכי מס <

"כללי אצבע"



שׁוּוֹי לַמְנוֹי/לַמְשַׁתְּמָשׁ ⌚
(תַּקְשׁוּרַת/אַינְטֶרְנֵט)
שׁוּוֹי לַקּוֹ (תַּחְבּוּרָה) ⌚

גישה זו מכמתת את שווי הפעילות
ולא את שווי ההון העצמי (של
הבעלים) הנקי מהתחייבויות הפירמה.



Benchmark

עסקאות דומות (נדל"ן) ↻



פוטנציאל מימוש

Start Up - המחיר

הצפוי במימוש כפול

סיכויי המימוש הצפויים

(על פי ניתוח פרטני של הפרוייקט וניסיון העבר).





ניתוח חברת סטארט-אפ

☞ הבעיה שזוהתה על ידי החברה
ופתרונה.

☞ הטכנולוגיה.

☞ מיצוב - יתרונות וחסרונות אל מול השוק.

☞ שוק היעד.

☞ המודל העסקי.

☞ הצוות המוביל.

☞ התפתחות לאורך ציר הזמן ויעדים.



אינדיקטורים

☞ שיעור השינוי במלאי לעומת שינוי השיעור במכירות.

☞ שיעור השינוי בלקוחות לעומת שינוי השיעור במכירות.

☞ שיעור השינוי ברווח הגולמי לעומת שינוי השיעור במכירות.

☞ שיעור השינוי בהוצאות הנהלה וכלליות לעומת שינוי השיעור במכירות.



אינדיקטורים

☺ שיעור השינוי בצבר ההזמנות לעומת שינוי השיעור במכירות.

☺ שיעור השינוי בהשקעות ברכוש קבוע לעומת שינוי השיעור בהשקעות חברות אחרות בענף.

☺ שיעור השינוי בהשקעות במו"פ לעומת שינוי השיעור בהשקעות במו"פ בענף.

☺ שיעור השינוי בהפרשה לחומ"ס לעומת שינוי השיעור בלקוחות.

☺ שיעור השינוי במכירות לעובד.



רגישויות הערכת שווי

ריבית ההיוון



מקדם הסיכון לצורך היוון



כושר החיזוי לפרמטרים קריטיים בענף ובחברה



הסתמכות על מידע ונתונים מתוך החברה



לחץ שווקי על מבצע הערכת השווי



השפעת יתר של סביבת שוק הון -- קונפורמיזם



רמאות בנתונים ובהערכה

