



RAE INVESTMENTS

2024
M&A

יום עיון במיזוגים ורכישות

הערכות שווי בעסקאות M&A



RAE INVESTMENTS

WELCOME TO

**RAE
INVESTMENTS**

We Invest in the BEST.



RAE INVESTMENTS





VISION

ר"י באנגלית = קרן אור.
כשמנו אנו - קרן אור עבור
לקוחותינו.

המשמעות הינה כפולה ומהקמת
של ר"י השקעות, ייעדנו אותה
להיות שמש בעלת קרניים רבות.

המטרה שלנו היא להביא שירות
מקצועי, מקיף וללא פשרות.

גישה שונה, שירות בוטיקי, הסתכלות
רחבה אך עם שימת דגש לפרטים
הקטנים, אמון, דיסקרטיות ומקצועיות

הלקוחות שלנו מעריכים שאנו
מתייחסים לייחודיות שלהם באופן
הראוי, שאנו מטפחים אותם ודואגים
לתת להם את המרחב הנדרש על מנת
שיוכלו לצמוח ולגדול באופן שהם
מאמינים בו.

MISSION



RAE INVESTMENTS

הצוות שלנו בריי השקעות בנוי מאנשים מגוונים, כישורים ייחודיים ויכולות יוצאות דופן.



לירון בן יוסף

אדמיניסטרציה, שירות לקוחות,
ניהול בק-אופיס.



אלכסה ולטמן

מיוגים ורכישות, פיתוח וניהול עסקי,
חיבורים עסקיים, גיוסי הון.



אופיר מור

התמחות בתשתיות, לגיסטיקה,
מחשוב וייצור.

"GREAT THINGS IN BUSINESS ARE NEVER DONE BY ONE PERSON; THEY'RE DONE BY A TEAM OF PEOPLE."
STEVE JOBS



תוכן העניינים

1. דגשים בעסקאות M&A

2. שיטות להערכת שווי חברות בעסקאות M&A

3. סוגיות נוספות בעסקאות M&A



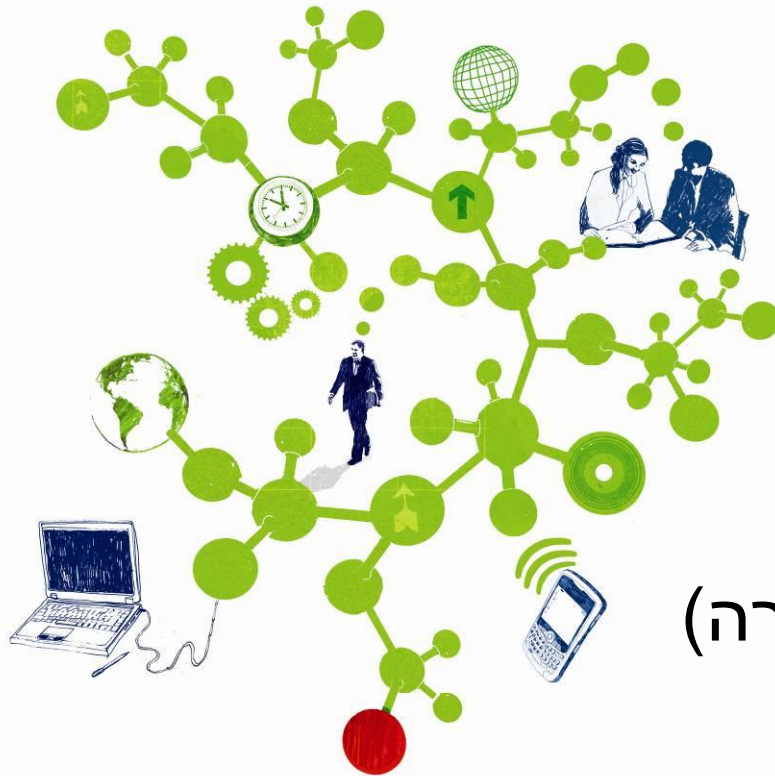
1. דגשים בעסקאות M&A



1. **צמיחה אורגנית** - הגדלת היקף המכירות של החברה ושיפור הרווחיות.

2. **צמיחה באמצעות מיזוגים ורכישות - M&A**





- צמיחה גבוהה
- טכנולוגיה חדשה
- שווקים חדשים
- ייצוא
- הקטנת סיכון (חבירה למתחרה)

1. **חלופות ברכישה** - רכישת פעילות מול רכישת מניות.
2. **סוגי מיזוג** אפשריים (מיזוג סטטוטורי, מיזוג משולש / משולש הופכי ועוד).
3. הקמת **פעילות משותפת** (Joint venture)



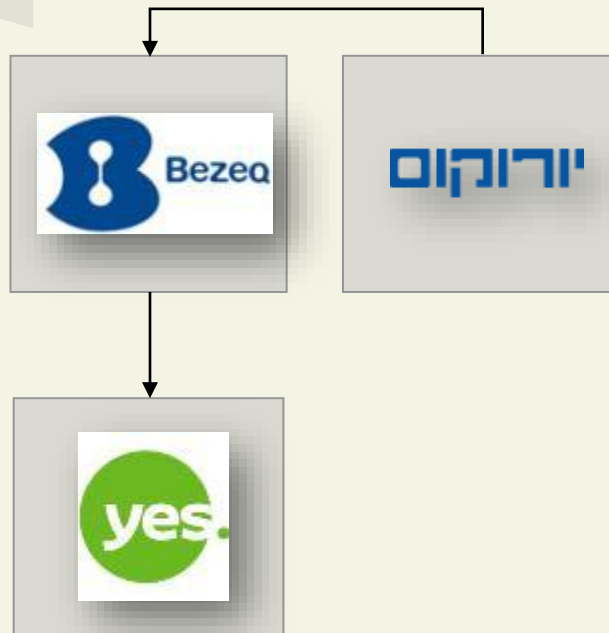
שיקולי מיסוי

מטבע רכישה -
מזומן, מניות או
קומבינציה

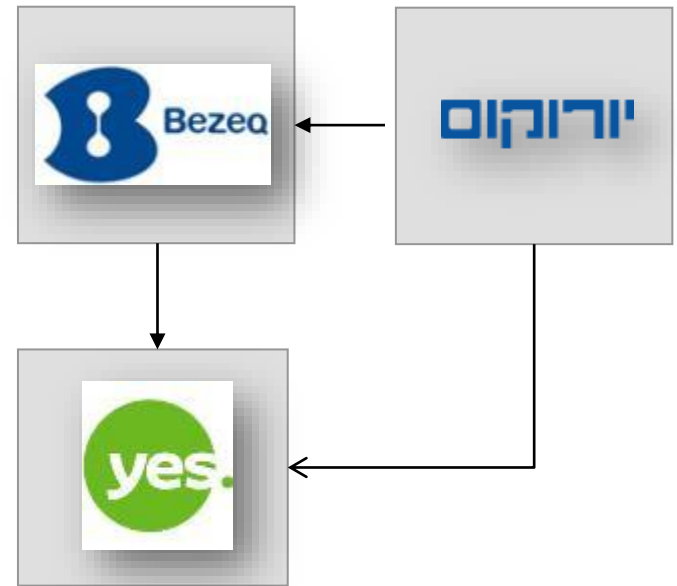
שיקולים משפטיים
- אישורים נדרשים

- **רכישת פעילות** - רכישה "נקייה" ללא הפתעות (חביות לעובדים, בנקים, תביעות, התחייבויות חוץ מאזניות). מאידך, לעיתים יש קושי להעביר חוזים בדרך זו.
- **רכישת מניות** - אין צורך בהעברת חוזים (כגון חוזי לקוחות). מאידך, נוצרת חשיפה לחביות עתידיות שלא היו ידועות ביום הרכישה.

מיזוג



לפני המיזוג





אחרי הרכישה

קרן פימי

כלל
תעשיות



רכישה

העברת מניות

קרן פימי

כלל
תעשיות



לפני הרכישה



קרן פימי

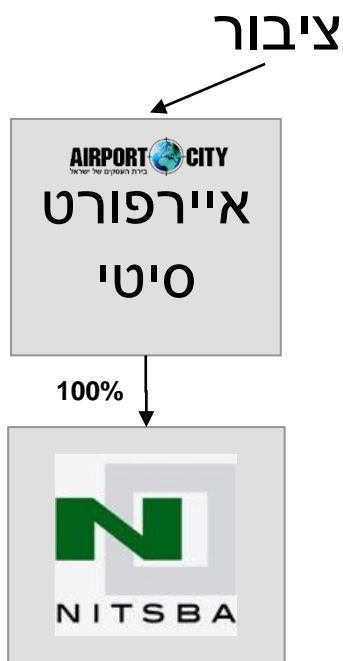


כלל
תעשיות

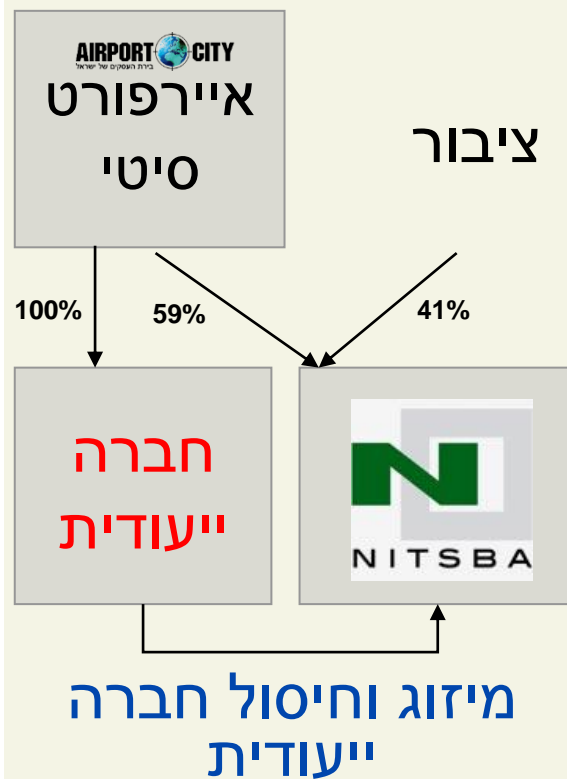




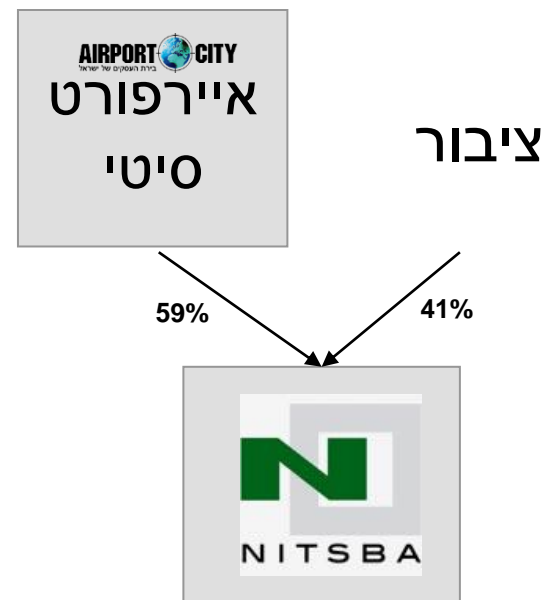
אחרי המיזוג



מיזוג



לפני המיזוג



2. שיטות להערכת שווי בעסקאות M&A



- **שווי הוגן (Fair Value)** - מונח מתחום החשבונאות והכלכלה, אשר הגדרתו היא, הערכה רציונאלית ובלתי תלויה של פוטנציאל מחיר השוק של סחורה, שרות, או נכס, תוך התחשבות בגורמים אובייקטיביים וסובייקטיביים.
- **שווי שוק (Market Value)** - מחיר מנייתה של חברה בבורסה כפול מספר המניות.
- **שווי פנימי (Intrinsic Value)** - השווי הכלכלי האמיתי של הנכס ("True" or "Real") כעומד בפני עצמו (קרי, ללא סינרגיה עם נכסים אחרים), על בסיס שיקולי הטווח הארוך. **שווי פנימי הוא שמה של פירמת הערכות השווי של האקטואר רועי פולניצר.**



א. שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) – גישת הנכס

שווי השוק של כל נכסי החברה בניכוי שווי השוק של התחייבויותיה. השיטה מתאימה בעיקר להערכת שווי חברות נדל"ן, בנקים, חברות אחזקה

ב. שיטת המכפיל - גישת השוק

הפעלת מכפילים נבחרים על נתוני ביצוע עיקריים (כגון: הכנסות/מכירות, רווח גולמי, EBITDA, רווח תפעולי ורווח נקי) ויחסים נבחרים משוק ההון של קבוצת חברות דומות על נתונים תואמים בחברה המוערכת.

ג. שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF) – גישת ההכנסות

הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים של החברה. זוהי השיטה המדויקת ביותר והנכונה ביותר מתודולוגית. **השיטה העדיפה עפ"י בית המשפט העליון.**



דוגמא למכפיל ההכנסות (EV/Revenue):

שווי השוק של הפעילות

סך הכנסות (TTM)

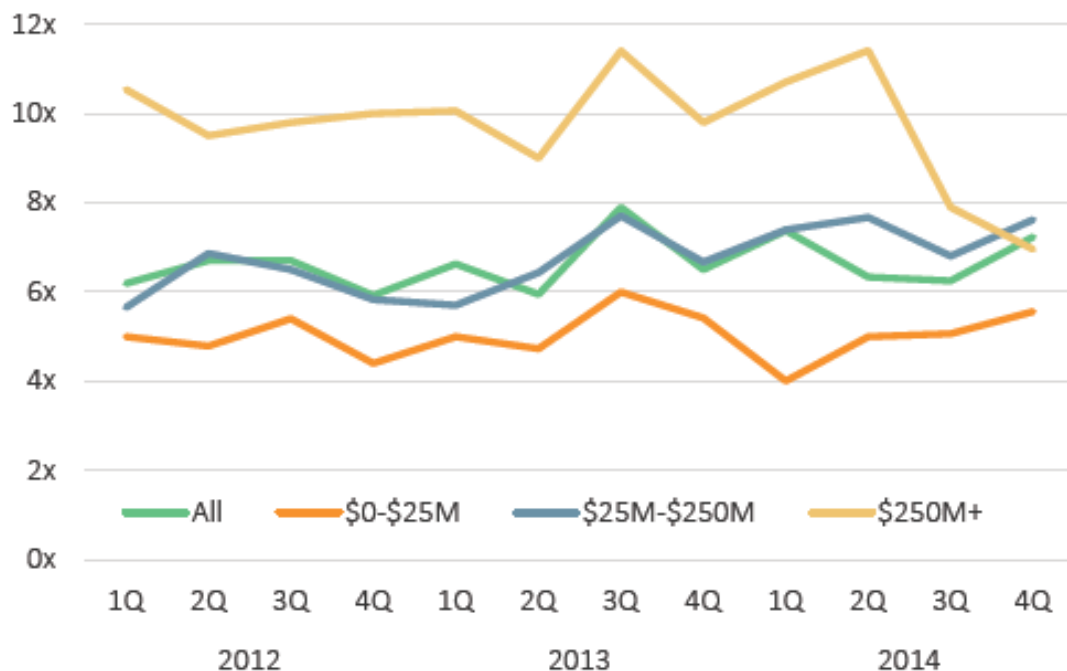
= מכפיל הכנסות

יש לקחת את סך ההכנסות
ב- 12 החודשים האחרונים
(TTM) שקדמו למועד שווי
השוק של הפעילות



קיים קשר בין היקפי העסקאות למכפילי ה- EBITDA:

Median EV/EBITDA Multiples by Enterprise Value

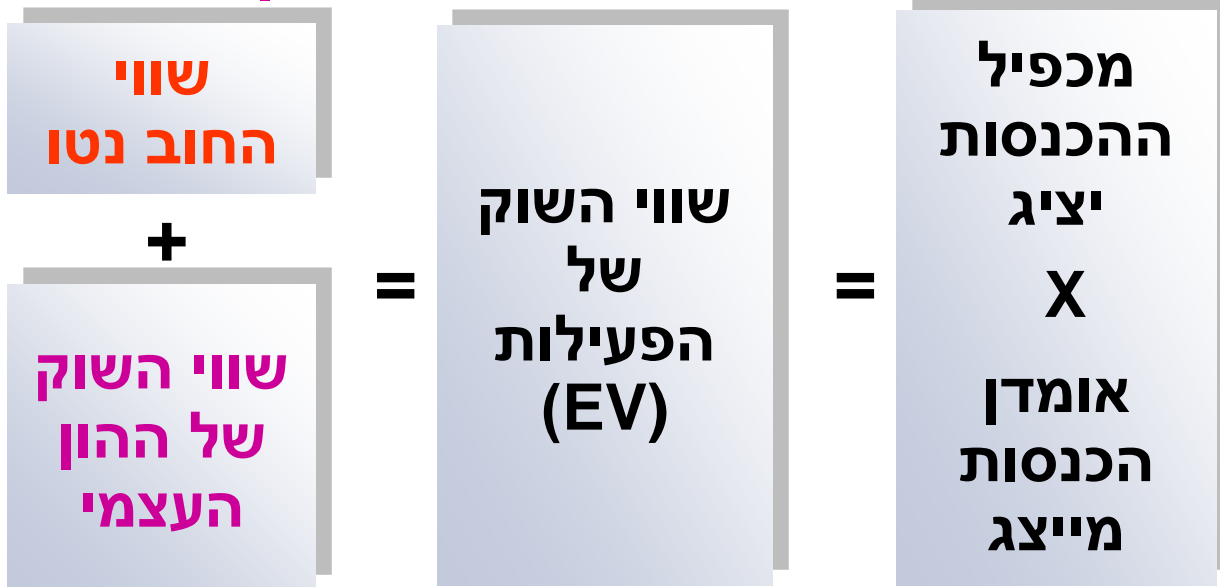


Source: PitchBook

- בעסקאות רכישה בסכום של עד \$250M מכפיל ה- EBITDA לא השתנה באופן מהותי במהלך השנים (6X-8X).
- קיים קשר בין היקפי העסקאות למכפילי ה- EBITDA.
- נותנים דגש על שיפור התשואה (Return) באמצעות אופן מימון העסקאות וגיבוש אסטרטגית הצמיחה של החברות.

התחייבויות בניכוי מזומן
והון עצמי

הון מושקע



מקובל להניח שעלותו הפנסקנית של החוב נטו בספרי החברה משקפת את שווי השוק שלו

- בניתוח היוון תזרימי מזומנים, שווי הפעילות או העסק מתייחס לשווי סך הנכסים המופעלים, הממומנים על-ידי הון עצמי והון זר.
- שווי העסק הנו הערך הנוכחי של תזרים המזומנים הפנוי, הבלתי ממונף, המיוצר **בתקופת התחזית** בתוספת הערך הנוכחי של החברה בסוף התקופה (**Terminal Value**).
- לסכום זה יש **להוסיף** נכסים עודפים.
- בכדי לגזור את שווי ההון העצמי **נפחית** את עודף החוב על מזומנים.
- ההנחה הבסיסית ביסוד הניתוח היא כי החברה הנה עסק חי (**Ongoing Concern**).

שיטת היוון תזרימי מזומנים (DCF)

XX

תזרים מזומנים מהוון בשנות התחזית

XX

הערך הנוכחי בסוף תקופת התחזית (Terminal Value)

XX

שווי פעילות - EV

XX

נכסים עודפים

(XX)

התחייבויות פיננסיות, נטו

XX

שווי הון עצמי

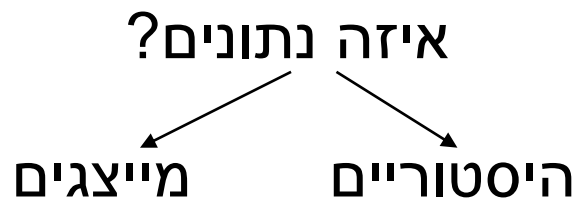
שווי במיזוג

שווי יחסי

הערכת שווי עפ"י אחת
משיטות ההערכה המקובלות
(DCF, מכפיל, שווי נכסי)

יחסי <u>שווי</u>	הערכת <u>שווי</u>	
V	V	דיוק
		אובייקטיביות

- יחס הכנסות
- יחס ה- EBITDA
- יחס סך הנכסים
- יחס ההון העצמי
- יחס שווי השוק בבורסה (אם יש)



התוצאה הסופית מצביעה על יחסי שווי ולא על שווי הוגן מוחלט

יחסי שווי במיזוג - אם קוקה קולה ופפסיקו היו מתמזגות

משקל <u>Pepsico</u>	משקל <u>Coca Cola</u>	סה"כ	חברת <u>Pepsico</u>	חברת <u>Coca Cola</u>	במיליארדי \$
50%	50%	19.3	9.6	9.7	רווח תפעולי (LTM 12/14)
48%	52%	13.6	6.5	7.1	רווח נקי (LTM 12/14)
43%	57%	162.5	70.5	92.0	היקף הנכסים (12.14)
<u>37%</u>	<u>63%</u>	47.9	17.6	30.3	הון עצמי (12.14)
44%	56%				ממוצע פשוט (*)
44%	56%	318.8	140.7	178.1	שווי בורסה (3.6.15)

מסקנה: הבעלים הנוכחיים של קוקה קולה יקבלו 56% מהמניות של החברה הממוזגת והבעלים הנוכחיים של פפסיקו יקבלו 44% מהון המניות של החברה הממוזגת. באופן דומה, שווי בורסה מביא ליחס של 56% לקוקה קולה ו- 44% לפפסיקו.

3. סוגיות נוספות בעסקאות M&A



- פרמיית שליטה
- סינרגיה
- מנגנון Earn-out
- פרמיית אי סחירות

פרמיית שליטה מוגדרת כמחיר עודף אשר שולם על המניות המקנות שליטה, בהשוואה למחיר המניות שאינן מקנות שליטה (במקרה של חברות ציבוריות - שווי בורסאי).

שווי כולל

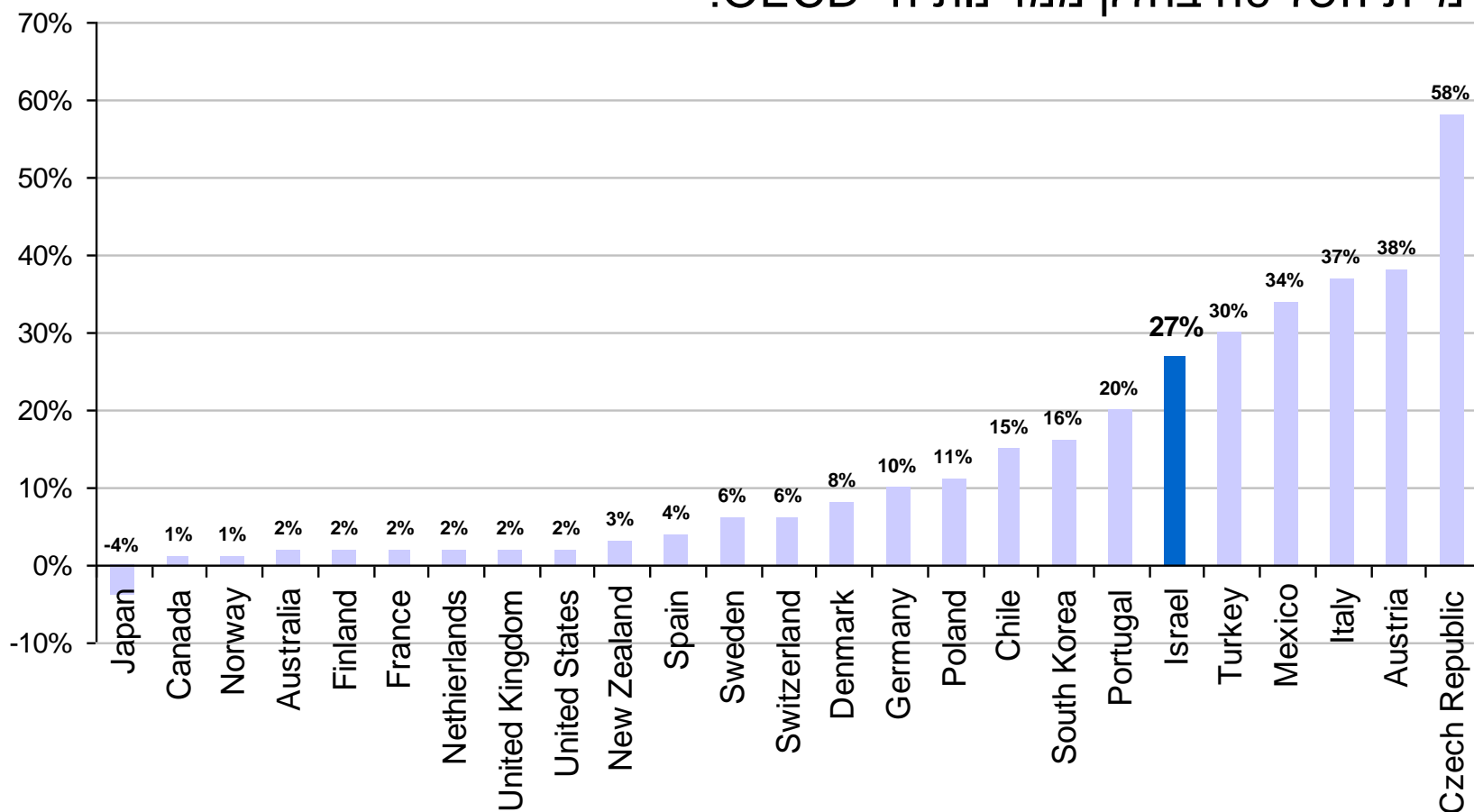
שווי שליטה
(כולל סינרגיה)

שווי חברה

- **רון ברק ופרופ' בני לאוטרבך** (2007) - ערך השליטה בישראל הוערך ב- **25%** לפחות מערך השוק של ההון העצמי של החברות. לדעתם של החוקרים, ערך שליטה זה גבוה יחסית למדינות מערביות מפותחות ואופייני יותר לכלכלות חלשות.
- **בר און וסוארי** (2005) - מהמחקר עולה כי שיעור פרמיית השליטה בישראל נע בין **5% ל-12%**.
- **Dyck, L. Zingales** (2004) – שיעור פרמיית השליטה בישראל מוערך בכ- **27%**.

מתוך מחקרם של Dyck, L. Zingales (2004)

שיעור פרמיית השליטה בחלק ממדינות ה-OECD:



תהליכים ומגמות המשפיעים על שיעור פרמיית השליטה

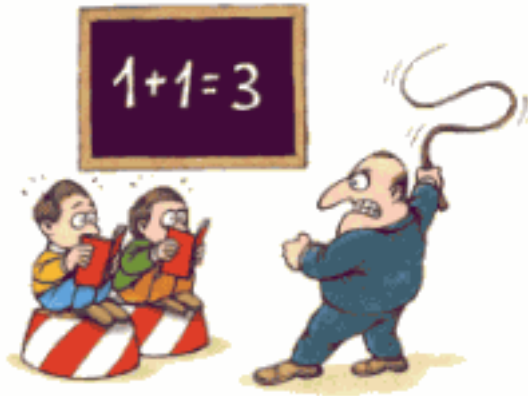
- **פירוק הפירמידות** כתוצאה מועדת הריכוזיות
- **הגברת המודעות** של גופים פיננסים לנושא פרמיית השליטה
- **הקמתו של בית המשפט הכלכלי**

התמורות הללו הביאו **לירידה חדה** בשיעור פרמיית השליטה בישראל

- כימות שווי השליטה כרוך **בהערכות סובייקטיביות** מאחר שהוא כורך יחדיו נושאים רבים השלובים זה בזה, ביניהם: **שווי החברה, מבנה הבעלות, שינויים ניהוליים, אסטרטגיים וסינרגטיים** המוכתבים על ידי בעל השליטה החדש. שינויים אלו הינם סובייקטיביים וייחודיים לכל עסקה.
- מכאן **שיש קושי לכמת את שווי השליטה.**

שיעור פרמיית השליטה המקובל בישראל הינו בטווח של כ- 5% - 10% (בתוחלת כ- 7.5%)

- הערכת שווי עבור משקיע בעל יתרונות סינרגטיים עשויה להיות שונה מהותית מהערכת שווי למשקיע חיצוני, שכן היא תביא בחשבון גם את היתרונות הפוטנציאליים, העשויים לשנות מהותית את תמונת תחזית הרווחיות העתידית של החברה.
- עפ"י המחקר האמפירי של רשת KPMG, בעסקות מיזוג ורכישה נוהגים רוכשים אסטרטגיים לשלם כ- 43% בממוצע מסכום הרווחים הסינרגטיים הצפויים בעתיד^(*).



- מקבעים כניסה של משקיע על בסיס שווי מסוים, כאשר חלק מהתמורה המשולמת לבעלי המניות נעשית מתוך רווחים עתידיים.
- **מטרת המנגנון:**
 1. לשלם תמורה נוספת רק אם התחזיות שהוצגו לפני העסקה תתממשה בפועל.
 2. להשאיר את המוכר בשטח לאחר השלמת העסקה ולתמרץ אותו לתרום לביצועי הפעילות לאחר העברת השליטה.



דיסקאונט בגין היעדר סחירות - DLDM

TABLE 12.8
VALUATION ADVISORS' LACK OF MARKETABILITY DISCOUNT STUDY—
TRANSACTION SUMMARY RESULTS BY YEAR FROM 1999–2006

Time of Transaction Before IPO	1–90 Days	91–180 Days	181–270 Days	271–365 Days	1–2 Years
2004 Results					
Number of transactions	37	74	63	59	101
Median discount	16.7%	22.7%	40.0%	56.3%	57.9%
2005 Results					
Number of transactions	18	59	58	62	99
Median discount	14.8%	26.1%	41.7%	46.1%	45.5%
2006 Results					
Number of transactions	25	76	69	72	106
Median Discount	20.7%	20.8%	40.2%	46.9%	57.2%
2007 Results					
Number of Transactions	46	76	92	79	124
Median Discount	11.1%	29.4%	36.3%	47.5%	53.1%
1999–2007 Transaction Results					
Number of Transactions	440	687	550	509	874
Median Discount	19.2%	30.1%	43.1%	52.7%	60.0%

(Source: The Valuation Advisors' Discount for Lack of Marketability Database [March 29, 2007]. Copyright © 2008. Valuation Advisors'. Used with permission.)

בישראל ישנן כיום הלכות
ופרקטיקה בנוגע
לדיסקאונט בגין היעדר
סחירות



1. אופן ביצוע העסקה:

- רכישה או מיזוג

- מניות או פעילות

2. שיטה מתאימה להערכת השווי - שווי מוחלט ו/או שווי יחסי

3. התמודדות עם סוגיות פרטניות:

- תמחור פרמיית שליטה

- שווי סינרגיה וחלוקתה בין החברות

- מנגנון Earn-out - הקטנת הסיכון העסקי שבתהליך הרכישה

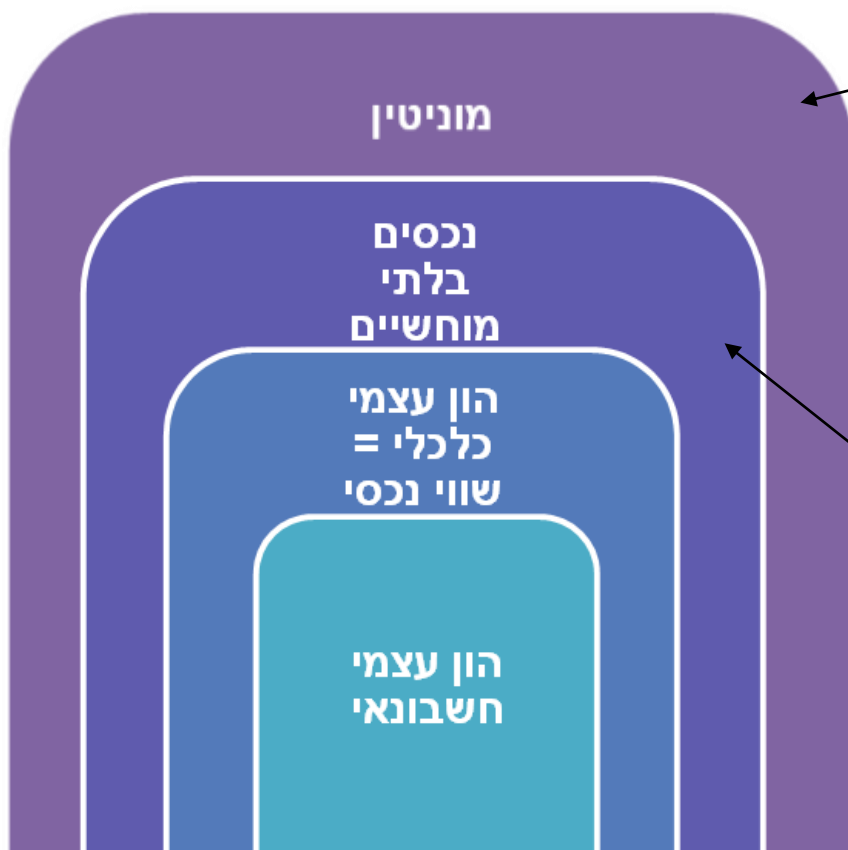
- דיסקאונט אי סחירות – DLOM, סיכונים ספציפיים נוספים - ARP

Price = Value ?

Price = Value \pm (Story + Competition) **emotion**



מדרג שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) בהיררכיית שווי החברה



מוניטין

= יכולת החברה
להפיק רווחים
מנכסיה, מעבר
לרווחים המקובלים
בשוק

נכסים בלתי מוחשיים

מותגים, קשרי
לקוחות, ידע,
טכנולוגיה, הסכמי
אי תחרות ועוד

דוגמא למכפיל הרווח הנקי (P/E):

$$\frac{\text{שווי השוק של ההון העצמי}}{\text{סך הרווח הנקי (TTM)}} = \text{מכפיל הרווח הנקי (P/E)}$$

יש לקחת הרווח הנקי
ב- 12 החודשים האחרונים
(TTM) שקדמו למועד שווי
השוק של ההון העצמי (של
החברה)



שווי חברה

$$\begin{array}{c} \text{שווי השוק} \\ \text{של} \\ \text{ההון העצמי} \end{array} = \begin{array}{c} \text{מכפיל} \\ \text{רווח נקי} \\ \text{יציג} \\ \times \\ \text{אומדן} \\ \text{רווח נקי} \\ \text{מייצג} \end{array}$$

מאחר והרווח הנקי שייך אך ורק לבעלי המניות, אז אנחנו לוקחים רק את שווי השוק של ההון העצמי ולא של הפעילות

S&P 500 PE Ratio



הערכת שווי קסטרו בשיטת מכפיל הרווח הנקי

P/E

שלב א' - מציאת המכפיל המייצג של ענף הביגוד (במיליוני ש"ח)



<u>גולף</u>	<u>פוקס</u>	
456	1,072	שווי בורסאי ליום 31/08/2014
<u>49</u>	<u>82</u>	רווח נקי (LTM) ליום 30/06/2014
9.3	13.0	מכפיל רווח נקי

מכפיל P/E ממוצע (מעוגל) 11.2

שלב ב' - חישוב שווי החברה לפני המכפיל שנמצא (במיליוני ש"ח)

קסטרו

45 רווח נקי (LTM) ליום 30/06/2014

11.2 מכפיל P/E

505 שווי הון מניות

548 שווי בורסאי ליום 31/08/2014

דוגמא למכפיל ה- EBITDA:

שווי השוק של הפעילות
רווחי EBITDA (TTM)

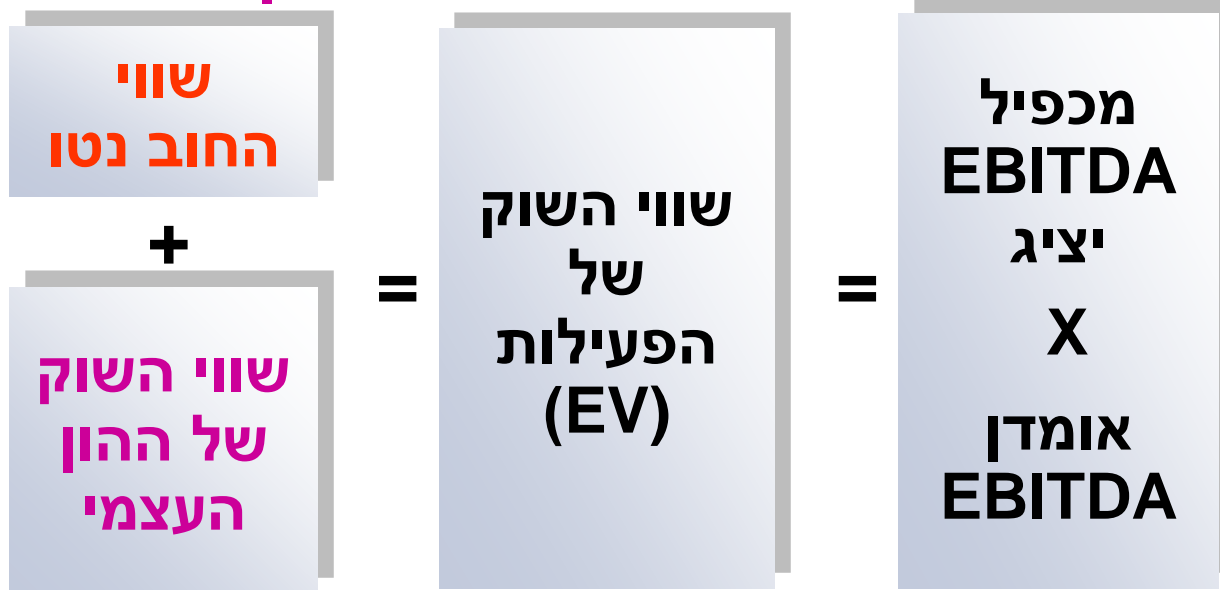
מכפיל ה- EBITDA =

יש לקחת את רווחי ה-
EBITDA ב- 12 החודשים
האחרונים (TTM) שקדמו
למועד שווי השוק של
הפעילות



התחייבויות בניכוי מזומן
והון עצמי

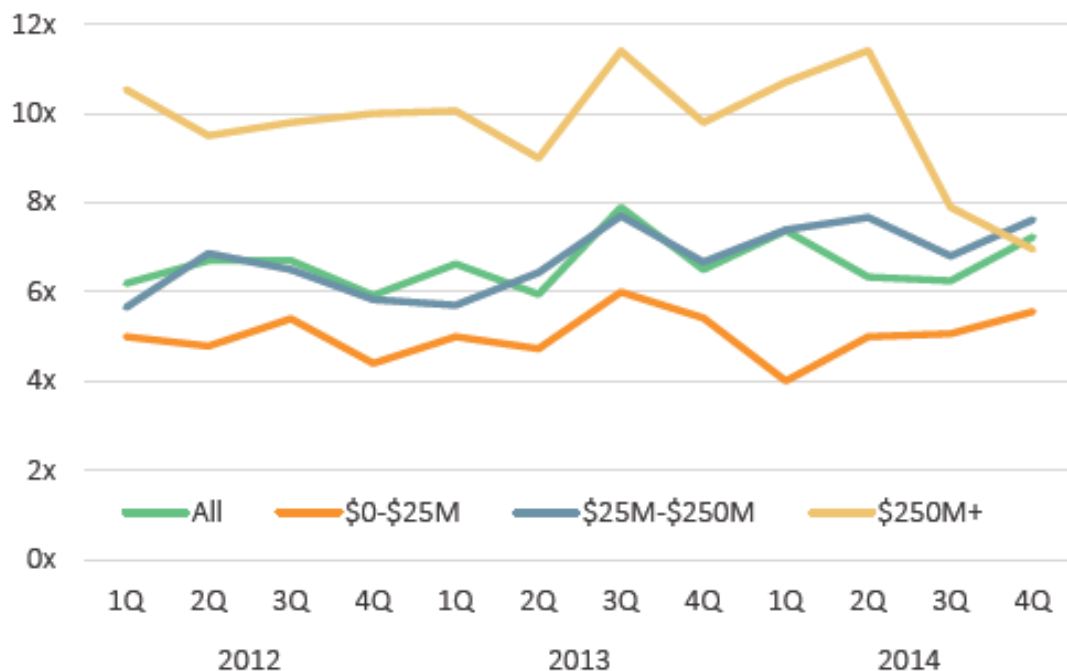
הון מושקע



מקובל להניח שעלותו הפנסקנית של החוב נטו בספרי החברה משקפת את שווי השוק שלו

קיים קשר בין היקפי העסקאות למכפילי ה- EBITDA:

Median EV/EBITDA Multiples by Enterprise Value



Source: PitchBook

- בעסקאות רכישה בסכום של עד \$250M מכפיל ה- EBITDA לא השתנה באופן מהותי במהלך השנים (6X-8X).

- קיים קשר בין היקפי העסקאות למכפילי ה- EBITDA.

- נותנים דגש על שיפור התשואה (Return) באמצעות אופן מימון העסקאות וגיבוש אסטרטגית הצמיחה של החברות.

הערכת שווי קסטרו בשיטת מכפיל EBITDA

שלב א' – מציאת המכפיל היציג של הענף (במיליוני ש"ח)



<u>גולף</u>	<u>פוקס</u>	
456	1,072	שווי בורסאי ליום 31/08/2014
(104)	(16)	התחייבויות (נכסים) פיננסיות, נטו ליום 30/06/2014
352	1,056	שווי פעילות
61	114	רווח תפעולי (LTM) ליום 30/06/2014
<u>15</u>	<u>29</u>	פחת והפחתות (LTM) ליום 30/06/2014
76	143	EBITDA
4.6	7.4	מכפיל EBITDA
6.0	מכפיל EBITDA ממוצע (מעוגל)	

הערכת שווי קסטרו בשיטת מכפיל EBITDA

שלב ב' – חישוב שווי החברה לפי המכפיל שנמצא (במיליוני ש"ח)



קסטרו

57

רווח תפעולי (LTM) ליום 30/06/2014

28

פחת והפחתות (LTM) ליום 30/06/2014

85**EBITDA****6.0****מכפיל EBITDA****509****שווי פעילות**2.4

התחייבויות (נכסים) פיננסיות, נטו ליום 30/06/2014

506**שווי הון המניות**

548

שווי בורסאי ליום 31/08/2014

המשמעות השלילית



- היכולת למנות מנהלים ואנשי מפתח בחברה ולקבוע את שכרם.
- ישאף בעל השליטה להחזיק את השיעור הנמוך ביותר בהון, המאפשר שימור שליטתו, כך שמרכיב מהותי בטובות ההנאה יהיה על חשבון בעלי המניות האחרים



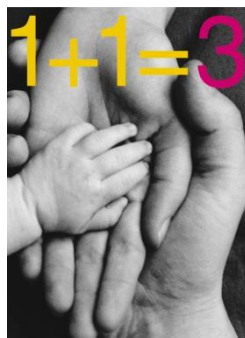
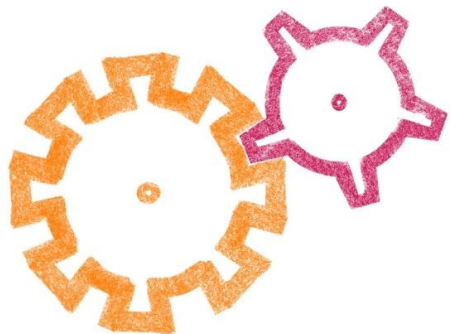
המשמעות החיובית

- קבלת החלטות המשקיעים מייחסים ערך חיובי לשליטה
- לשליטה שווי כלכלי גבוה יותר, ככל שפוטנציאל שינוי האסטרטגיה העסקית של החברה ושיפור הניהול שלה, כתוצאה משינוי השליטה, הינו גבוה יותר.



סינרגיזם לעסקים אחרים

- השתלטות ע"י בעל השליטה על חברה דומה בענף לצורך השגת התייעלות ו/או רווחים מונופוליסטיים, או לחילופין השגת כוח באמצעות נכסים משותפים לחברה ולבעליה וכדומה.
- ▶ במקרים כאלה, שיקולי בעל שליטה, הנובעים ממכלול האינטרסים האישיים, עלולים לעמוד בניגוד לטובת החברה או בעלי המניות האחרים בה.
- יצוין עם זאת, כי לבעל השליטה עשויות להיגרם עלויות בגין החזקת שליטה, כגון: הגבלת יכולת פיזור השקעותיו; מגבלות על עסקאות בין חברות ציבוריות בשליטת בעל שליטה אחד; ביצועים עסקיים העשויים לפגוע במוניטין של בעל השליטה ועוד.



"המוח הרגשי פועל מהר יותר מהשכל החושב והישר"

דניאל גולמן



השלים גדול
מסך החלקים



איכות,
הנהלה
ותהליך
אופטימלי



שיתוף פעולה בנינו
=
תוצאה מיטבית עבור
הלקוח





"דמיון חשוב יותר מידע; כי הידע מוגבל אך הדמיון חובק עולם."

אלברט איינשטיין

עסקת מיזוגים ורכישות מורכבת מאנשי מקצוע שונים כאשר לכל איש/ת מקצוע יש את תפקיד שונה וחשוב.

החכמה זה להכיר את השלבים השונים בעסקה, תפקידם של אנשי ונשות המקצוע בכל שלב, חשיבות השלבים והמתודיקה ובתוך זה, החכמה הגדולה באמת, היא לדעת איך לנוות בשדה המוקשים של עסקת מיזוגים ורכישות, בתוך האתגרים והמורכבויות של הגורם האנושי.

**” מיזוגים ורכישות הינה עולם של
אפשרויות בלתי נגמרות
אלכסה ולטמן**



פרטי יצירת קשר



RAE INVESTMENTS

אשמח לקבוע פגישה, לשבת על כוס קפה, להכיר אותך ולמצוא את הדרך הטובה ביותר שנוכל לשתף פעולה ולסייע יחדיו ללקוחותינו.

052-9588090

alexa@rae-investments.com

www.rae-investments.com

office@rae-investment.com

