

קורס ניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות

רו"ח ארז טל, דירקטור
מערך הייעוץ העסקי, KPMG סומך חייקין

יוני 2019

ראשי פרקים

❑ יחסים פיננסיים

❑ פעילות מול שווי הון עצמי

❑ שיטת המכפיל

מטרת ניתוח דוחות כספיים

ניתוח דוחות כספיים - הגדרה

אבחון מצבה הכלכלי של חברה עסקית במטרה להגיע
למסקנה המשתנה בהתאם לאופי המשתמש – באשר
לקביעת סיכויי ההתפתחות ו/או ההישרדות שלה
בעתיד.



מטרת ניתוח דוחות כספיים (חברת תרו)

אבל, זה מורכב ומסובך....

ITEM 3. KEY INFORMATION

A. SELECTED FINANCIAL DATA

We have derived the following selected consolidated financial data for the years ended March 31, 2016, 2015 and 2014, and as of March 31, 2016 and March 31, 2015, from our audited consolidated financial statements set forth elsewhere in this 2016 Annual Report, which have been prepared in accordance with U.S. GAAP. We have derived the consolidated selected financial data for the three months ended March 31, 2012 and for the years ended December 31, 2011, and as of March 31, 2013 and 2012, and December 31, 2011, from our audited consolidated financial statements not included in this Annual Report. You should read the selected consolidated financial data together with "Item 5—Operating and Financial Review and Prospects" and our consolidated financial statements, related notes and other financial information included elsewhere in this 2016 Annual Report. In 2012, we changed our fiscal year end from December 31 to March 31.

	Year Ended March 31,				Three months Ended March 31,	Year Ended December 31,
	2016	2015	2014	2013	2012	2011
U.S. dollars and shares in thousands (except per share data)						
Consolidated Statements of Operations Data:						
Sales, net	\$ 950,751	\$ 862,944	\$ 759,285	\$ 670,954	\$ 145,141	\$ 505,668
Cost of sales	169,743	186,359	179,279	176,128	45,971	176,143
Impairment	2,042	—	—	—	—	—
Gross profit	778,966	676,585	580,006	494,826	99,170	329,525
Operating expenses:						
Research and development	71,160	65,510	55,430	46,508	9,847	30,867
Selling, marketing, general and administrative	92,365	87,644	91,733	86,438	23,101	93,918
Settlements and loss contingencies	973	(4,200)	2,590	33,300	—	—
	164,498	148,954	149,753	166,246	32,948	124,785
Operating income	614,468	527,631	430,253	328,580	66,222	204,740
Financial (income) expenses, net	(19,672)	(51,311)	(12,285)	(3,931)	1,000	(3,697)
Other gain (loss), net	2,680	2,738	1,369	3,352	(94)	609
Income before income taxes	636,820	581,680	443,907	335,863	65,128	209,046
Tax expense	95,313	96,059	82,729	67,799	17,791	24,551
Income from continuing operations	541,507	485,621	361,178	268,064	47,337	184,495
Net (loss) income from discontinued operations attributable to Taro	(236)	(787)	(319)	(1,194)	66	(1,217)
Net income	541,271	484,834	360,859	266,870	47,403	183,278
Net income attributable to non-controlling interest	339	577	472	664	151	548
Net income attributable to Taro	\$ 540,932	\$ 484,257	\$ 360,387	\$ 266,206	\$ 47,252	\$ 182,680

מטרת ניתוח דוחות כספיים (המשך)

לטייסים יש קסדה חכמה....



איזה כלי זמין ופשוט יש למנתח הפיננסי?

עמוד 5

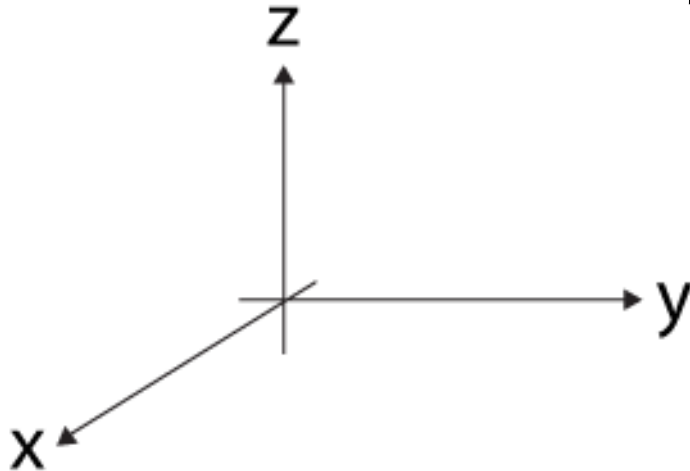
מטרת ניתוח דוחות כספיים (המשך)

ניתוח בשלושה מימדים:

- ניתוח אופקי (היסטורי)

- ניתוח אנכי (כשיעור מההכנסות)

- Peer Group – שוק ומתחרים (בהמשך)



ניתוח בשלושה מימדים – ניתוח אופקי (היסטורי)

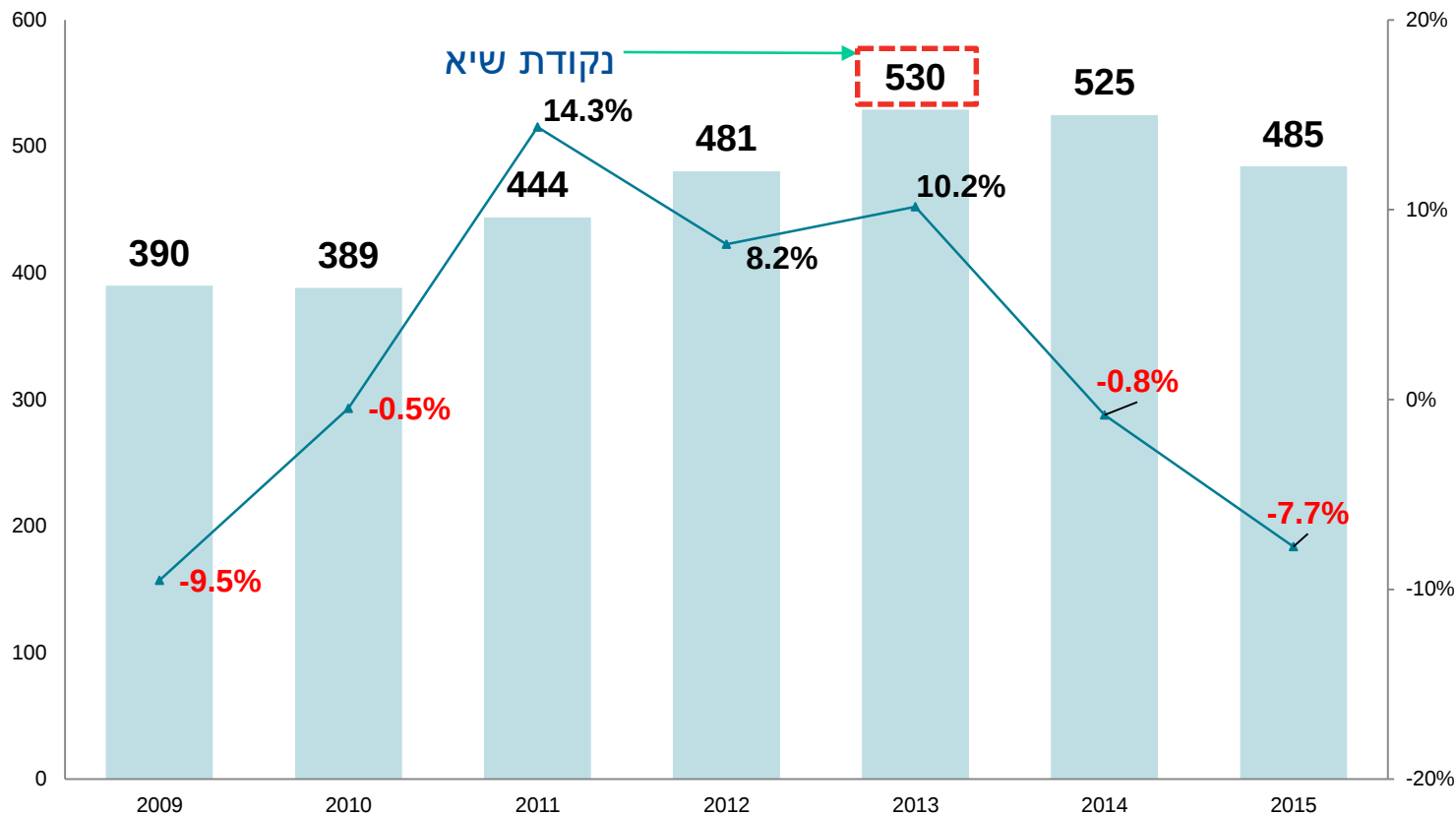
בשנים 2009-2013 היקף מכירות החברה צמח באופן משמעותי

צמיחה שנתית משוקללת של כ-6% עד להגעה לשיא של 530 מיליוני ש"ח בשנת 2013

בשנת 2015 מכירות החברה ירדו בשיעור של כ-8% לעומת שנת 2014

הירידה במכירות החברה, נבעה, בין היתר, עקב התחזקות התחרותיות בשוק, מעבר של מספר לקוחות גדולים לייבוא עצמאי, וירידה משמעותית במחירי סחורות מרכזיות של החברה (אורז ושומשום)

מכירות ושיעור השינוי (2008-2015)



ניתוח בשלושה מימדים – ניתוח אנכי (% מההכנסות)

The following table sets forth selected items from our consolidated statements of operations as a percentage of total sales:

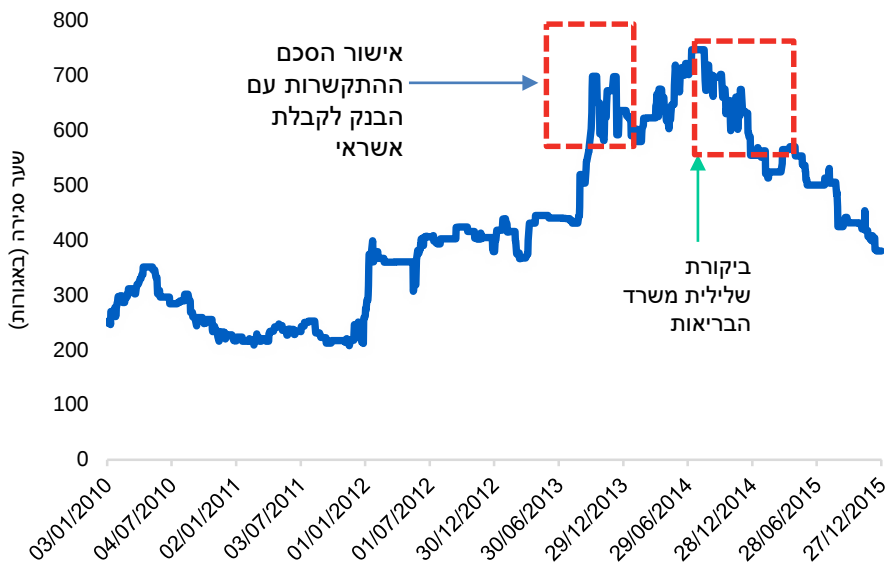
	For the year ended March 31,		
	2016	2015	2014
Consolidated Statements of Operations			
Sales, net	100.0%	100.0%	100.0%
Cost of sales	17.9%	21.6%	23.6%
Gross profit	81.9%	78.4%	76.4%
Operating expenses:			
Research and development	7.5%	7.6%	7.3%
Selling, marketing, general and administrative	9.7%	10.2%	12.1%
Operating income	64.6%	61.1%	56.7%
Net income attributable to Taro	57.0%	56.1%	47.5%

ניתוח בשלושה מימדים – ניתוח אנכי (כ-% מהכנסות)

שוק ההון הגיב לירידה בביצועי החברה

מתחילת שנת 2015 ועד סוף השנה, ירד שער המנייה של החברה הנסחר בבורסה בת"א בשיעור של כ- 34%

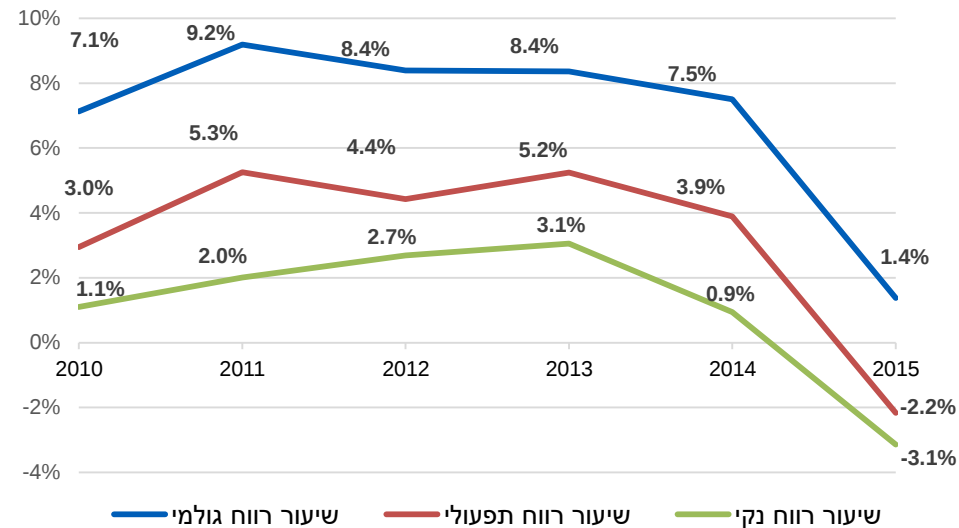
שער מניית חממה (2010-2015)



בשנתיים האחרונות חלה ירידה משמעותית ברווחיות החברה

הרווח הגולמי ירד משיעור של 7.5% בשנת 2014 לשיעור של 1.37% בשנת 2015

שיעורי רווח גולמי, תפעולי ונקי (2010-2015)



מקור: דוחות כספיים חממה; אתר הבורסה לניירות ערך

מטרת ניתוח דוחות כספיים (המשך)

מטרות הניתוח:

- **מנהלים** – היזון חוזר להחלטות ניהוליות.
- **בעלי מניות ומשקיעים פוטנציאליים** – סיכויים לתזרים ורווח עתידי (סיכויי צמיחה), רמת סיכון, מדיניות השקעות ופיתוח, דיבידנדים, נזילות.
- **בנקים ונותני אשראי (לרבות בעלי אג"ח)** – נזילות בטווח הקצר ויכולת פירעון בטווח הארוך.
- **לקוחות, ספקים, עובדים** – יציבות לאורך זמן.
- **רשויות ממשלתיות** – מרכז השקעות, מדען ראשי.
- **יועצים משפטיים** - שמייצגים את כל הנ"ל...

צעדים מרכזיים לביצוע

1. הבנת הארגון והסביבה העסקית.
 2. ניתוח סיכונים עסקיים (לרבות מודל S.W.O.T).
 3. רוח מייצג.
 4. **יחסים פיננסיים.**
 5. **ניתוחי מגמות.**
- המיקוד שלנו לעת עתה
6. תזרים מזומנים.
 7. התחייבויות תלויות, התקשרויות ומידע נוסף מביאורי הדוחות הכספיים.
 8. הסקת מסקנות.
 9. הערכת שווי (במידת הצורך).

יחסים פיננסיים

✓ **מבוא**

✓ יחסי נזילות

✓ יחסי רווחיות

✓ יחסי מבנה ההון

✓ יחסי היעילות התפעולית

✓ מדדים אחרים

✓ שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

✓ מדד אלטמן

יחסים פיננסיים - מבוא

■ **יחסים פיננסיים, הגדרה:** יחסים פיננסיים הינם היחסים בין סעיפים שונים בדוחות הכספיים של החברה וכן היחסים בין סעיפים בדוחות הכספיים של החברה לנתונים שאינם נכללים במסגרת הדוחות.

■ **מטרות היחסים הפיננסיים:**

■ לתת לקורא הדוחות כלים נוספים להבנת מצבה של החברה מבחינת נזילות, רווחיות, מבנה ההון והיעילות התפעולית של החברה.

■ **מאפייני יחסים פיננסיים:**

■ קלים לחישוב

■ כלי עזר יעיל לניתוח ענפי ולניתוח מגמות לאורך זמן. יחד עם זאת, מדובר בכלי אחד מרבים – לכן עדיף לא להסיק מסקנה רק על סמך יחסים פיננסיים.

יחסים פיננסיים - מבוא (המשך)

■ מאפייני יחסים פיננסיים (המשך):

- יחסים פיננסיים צריכים להיבחן בהתאם לכוונות הנהלת החברה (לדוגמא, עלייה במלאי ובימי מלאי עשויה להיות קשורה בכוונת החברה להגביר מכירות בעתיד).
- יחסים פיננסיים אינם נותנים ביטוי לנכונות בעל השליטה לתמוך בחברה בעת הצורך (לכן יחסים פיננסיים שלילים אינם בהכרח מצביעים על קשיים).
- מקובל לחלק ל- 4 קבוצות עיקריות:
 - יחסי נזילות
 - יחסי רווחיות
 - יחסי מבנה הון
 - יחסי יעילות תפעולית

יחסים פיננסיים

✓ מבוא

✓ יחסי נזילות

✓ יחסי רווחיות

✓ יחסי מבנה ההון

✓ יחסי היעילות התפעולית

✓ מדדים אחרים

✓ שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

✓ מדד אלטמן

✓ מכפילים פיננסיים

$$\text{יחס שוטף (Current Ratio)} = \frac{\text{רכוש שוטף}}{\text{התחייבויות שוטפות}}$$

- מצביע על יכולת חברה לעמוד בהתחייבויות השוטפות בטווח הקצר.
- ההנחה היא שבמקרה של קשיים פיננסיים הלחצים הראשונים שיופעלו נגד החברה יהיו בסעיפי ההתחייבויות השוטפות.
- יחס קטן מ-1 או גדול משמעותית מ-1 עלול להוות בעיה.
- שיפור ביחס שוטף לא מעיד בהכרח על שיפור במצב הכספי (למשל: גידול במלאי כתוצאה מקיטון במחזור הפעילות).

$$\text{יחס מהיר (Quick Ratio)} = \frac{\text{רכוש שוטף ללא מלאי}}{\text{התחייבויות שוטפות}}$$

- מטרת יחס זה היא לבדוק יחס נזילות מהיר יותר.
- בחברות בהן המלאי הוא נזיל ביותר לא מקובל להשתמש ביחס זה (חברות דלק למשל).

3. רמת הנזילות המיידית = רמת הנזילות המיידית $\frac{\text{מזומנים ושווי מזומנים} + \text{ני"ע סחירים}}{\text{התחייבויות שוטפות}}$

■ מצביע על יכולת החברה לעמוד בלחצים פיננסיים מידיים (לכן לוקחים רק נכסים שאין ספקות לגבי נזילותם ויכולת מימוש המיידית).

4. תזרים המזומנים ביחס למכירות $\frac{\text{תזרים מפעילות שוטפת}}{\text{מכירות שנתיות}} = \text{תזרים ביחס למכירות}$

■ מטרת יחס זה היא לבדוק יחס נזילות מהיר יותר.

יחסים פיננסיים

✓ מבוא

✓ יחסי נזילות

✓ **יחסי רווחיות**

✓ יחסי מבנה ההון

✓ יחסי היעילות התפעולית

✓ מדדים אחרים

✓ שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

✓ מדד אלטמן

1. שיעור רווח נקי

$$\text{שיעור רווח נקי} = \frac{\text{רווח נקי}}{\text{מכירות שנתיות}}$$

■ מראה מה נשאר לחברה מכל שקל שנתקבל במכירה.

■ מהווה אינדיקציה לרמת הסיכון בו החברה פועלת (יחס נמוך יותר חושף את החברה לסיכון רב יותר של התנודות ברווחים).

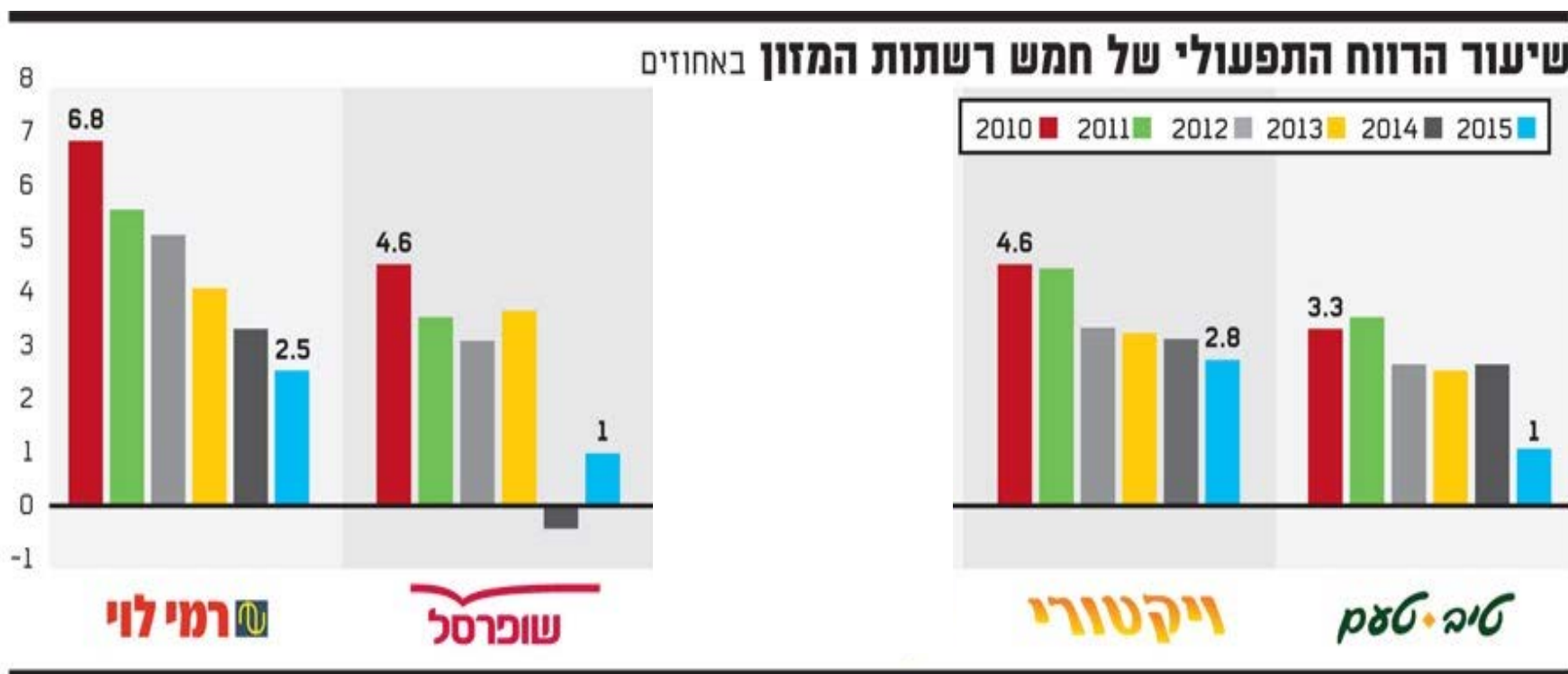
2. שיעור רווח תפעולי

$$\text{שיעור רווח תפעולי} = \frac{\text{רווח תפעולי}}{\text{מכירות שנתיות}}$$

■ מראה את הרווחיות התפעולית של החברה.

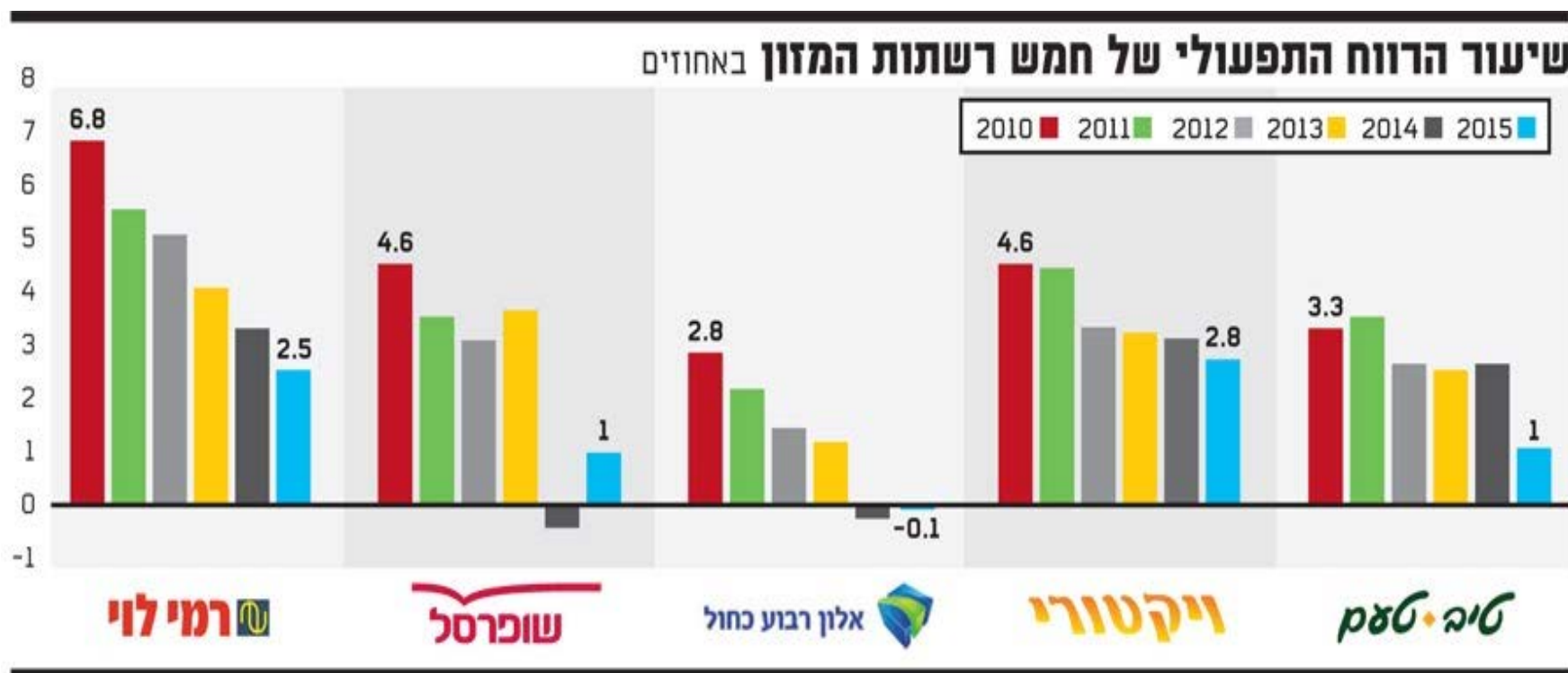
■ מקובל להניח כי בטווח הארוך שיעור הרווח התפעולי של החברות הפועלות באותו ענף יהיה דומה.

יחס המתאר את סיפור ענף הקמעונאות



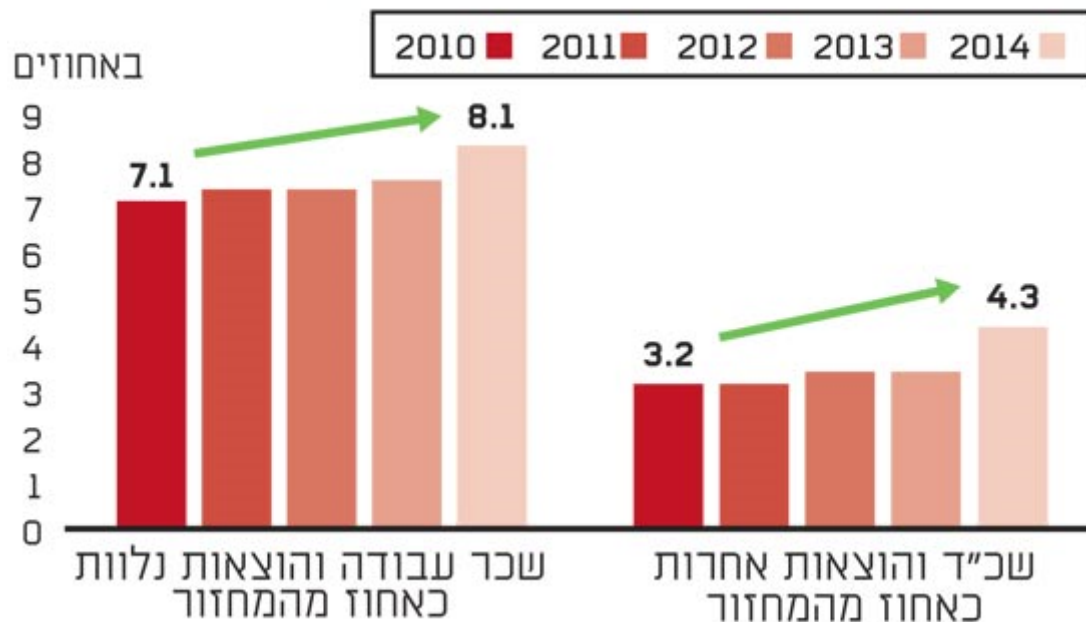
מקור: גלובס, ספטמבר 2015

יחס המתאר את סיפור ענף הקמעונאות

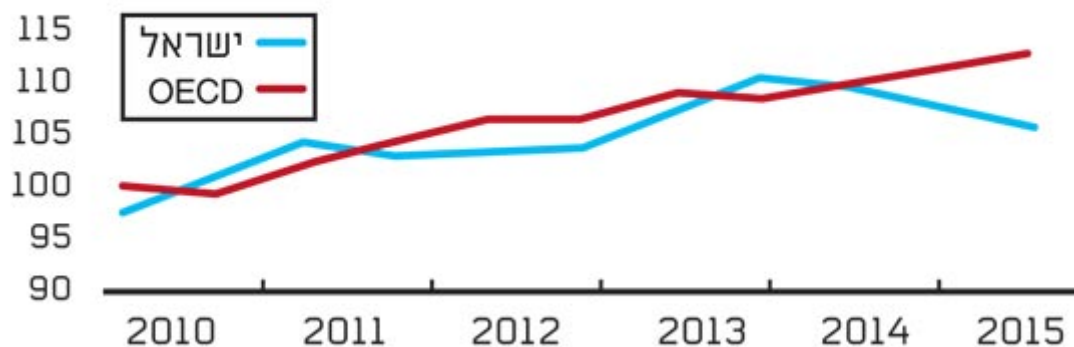


מקור: גלובס, ספטמבר 2015

שופרסל מוציאה יותר על שכירות ועבודה 2010-2014



מדד מחירי המזון בישראל מול ממוצע OECD



יחסי רווחיות - EBITDA

Earnings Before Interest Tax Depreciation Amortization

- מדובר ברווח שהוא הרווח התפעולי של חברה ללא הוצאות הריבית, המס, הפחת וההפחתות.
- נוח יותר להשוות שתי חברות דרך רווחי ה-EBITDA ולקבל תמונת מצב "תפעולית" יותר על ליבת העסקים שלהן בזכות נתון זה.
- במידה ששיעור רווח ה-EBITDA (כאחוז מהמכירות) לאורך זמן נמוך משמעותית מהמקובל בענף, החברה צפויה להעלות אותו, או לחילופין לצאת מהענף, כיוון שבעלי מניותיה לא יסתפקו בתשואה הנמוכה. מנגד, במידה ששיעור רווח ה-EBITDA גבוה משיעור הרווח הענפי הנורמלי ניתן לצפות לכניסת חברות חדשות לענף ולפגיעה במתח הרווחים.
- כתוצאה מכך, הציפייה היא שלחברות הפועלות באותו ענף שיעור ה-EBITDA יהיה דומה.

יחסי רווחיות - EBITDA (המשך)

דוגמא לחישוב ה-EBITDA:

אלפי ש"ח

1,000	הכנסות
<u>(600)</u>	עלות המכירות
400	רווח גולמי
<u>(150)</u>	הוצאות מכירה ושיווק
<u>(50)</u>	הוצאות הנהלה וכלליות
200	רווח תפעולי
<u>150</u>	פחת והפחתות
350	EBITDA

אומדן לרווח תפעולי תזרימי
(לפני מימון, מס והשקעות)

יחסי רווחיות (המשך)

3. שיעור ה-EBITDA = $\frac{\text{EBITDA}}{\text{מכירות שנתיות}}$

- Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization – EBITDA. מחושב בדרך כלל על ידי סיכום של רווח תפעולי ופחת.
- נוח להשוות שתי חברות דרך רווחי ה-EBITDA ולקבל תמונת מצב "תפעולית" יותר על ליבת העסקים שלהן בזכות נתון זה. זאת לעומת יחס שיעור הרווחיות, אשר מושפע מגובה הפחת.

4. תשואה על ההון (ROE)

Return On Equity - ROE = $\frac{\text{רווח נקי}}{\text{ממוצע י.פ. וי.ס. של ההון העצמי}}$

■ התשואה על ההון

■ מודד את התשואה של המשקיע על הון החברה.

4. תשואה על ההון (ROE) - המשך

- לדוגמא: אם ה-ROE של החברה הינו 12% - משמעותו כי החברה יצרה רווח של 12 אגורות על כל שקל שהבעלים השקיעו בחברה.
- הסיבה לכך שלוקחים ממוצע י.פ. וי.ס. היא שאנו מניחים שהתרומה להון התפלגה באופן שווה במהלך השנה.
- אם חלק מהפרש בין י.פ. לי.ס. של הון עצמי נובע מעסקה הונית (למשל הנפקת מניות) יש לנטרל את תמורת ההנפקה מההון היות שאין קשר בין הרווח שהושג לבין ההשקעה (ההנפקה) שנעשתה.
- **בוחן את התשואה למשקיע יחסית לתשואה שניתן להשיג בהשקעות בעלות רמת סיכון דומה, וכן לבדוק מגמה המסתמנת לאורך זמן.**
- חשיבות מדד ה-ROE הינה בהקשר להשוואה לחברות דומות / מצב החברה בעבר. חשיבות פחותה למדד ה-ROE כמספר אבסולוטי.

יחסי רווחיות (המשך)

5. מכפיל רווח (P/E)

$$\text{מכפיל רווח} = \frac{\text{מחיר המניה בבורסה (P)}}{\text{רווח למניה (E)}}$$

Price / Earnings - PE

- כלי בסיסי ופופולארי לבדיקה ראשונית של כדאיות הקניה של החברה.
- הרעיון המרכזי שעומד מאחורי שיטת המכפיל: **חברות דומות נסחרות במכפילים דומים.**

יחסים פיננסיים

✓ מבוא

✓ יחסי נזילות

✓ יחסי רווחיות

✓ **יחסי מבנה ההון**

✓ יחסי היעילות התפעולית

✓ מדדים אחרים

✓ שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

✓ מדד אלטמן

1. שיעור המינוף

$$\text{שיעור המינוף} = \frac{\text{התחייבויות פיננסיות נטו (A)}}{\text{(A) + שווי שוק החברה}}$$



התחייבויות פיננסיות נטו - אנו מזהים התחייבויות פיננסיות ככזו באמצעות אחד משני כללי האצבע הבאים: א. כל יתרה בעלת אופי פיננסי אשר אינה מהווה חלק אינהרנטי מפעילות העסק; ב. כל יתרה הנושאת ריבית.



היחס מצביע על מידת הסתמכות החברה על הונה העצמי.



מקובל להשתמש בשווי שוק של ההתחייבויות וההון לצורך חישוב יחס זה.



שיעור מינוף גבוה במיוחד משמעו שהחברה נשענת ברובה על הון זר. חברה כזו עלולה להיפגע יותר בעת משבר (בהנחה שבעלי המניות אינם גוף בעל יכולת תמיכה חזקה בחברה).

2. הון עצמי למאזן

$$\text{הון עצמי למאזן} = \frac{\text{סך הון עצמי}}{\text{סך מאזן}}$$



יחס "חשבונאי" יותר בהשוואה לקודם, אשר מחושב עפ"י היתרות המאזניות.

שיעור המינוף

דוגמא לחישוב שיעור המינוף:

אלפי ש"ח

120 אשראי לזמן קצר

230 ספקים וזכאים

350 סך התח' שוטפות

400 הלוואות

50 אגרות חוב

450 סך התח' לזמן ארוך

500 הון עצמי

1,300 סך התחייבויות+הון

אלפי ש"ח

100 מזומן

250 לקוחות וחייבים

120 מלאי

470 סך רכוש שוטף

530 רכוש קבוע

300 מוניטין

1,300 סך נכסים

שווי ההון
העצמי -
705 אלפי
ש"ח

שיעור המינוף

=

$$470/(470+705)=40\%$$

חוב פיננסי נטו

=

$$50+400+120-100=470$$

יחסי מבנה ההון

דוגמא : טבלה להדגמת עקרון המינוף הפיננסי - סיכון מול סיכוי

<u>1</u>	<u>2</u>	<u>א'</u>	<u>רווח צפוי = 3</u>
10	10	10	השקעה
0.5	4	10	הון עצמי
9.5	6	0	הלוואות (20% ריבית)
3	3	3	רווח לפני ריבית
(1.9)	(1.2)	0	הוצאות ריבית
1.1	1.8	3	רווח לפני מס
(0.4)	(0.7)	(1.2)	הוצאות מס (40%)
0.66	1.08	1.8	רווח נקי
132%	27%	18%	תשואה להון
19	1.5	0	מנוף פיננסי

יחסי מבנה ההון

דוגמא : טבלה להדגמת עקרון המינוף הפיננסי - סיכון מול סיכוי (המשך)

<u>א'</u>	<u>ב'</u>	<u>ג'</u>	<u>רווח צפוי = 1</u>
10	10	10	השקעה
10	4	0.5	הון עצמי
0	6	9.5	הלוואות (20% ריבית)
1	1	1	רווח לפני ריבית
0	(1.2)	(1.9)	הוצאות ריבית
1.0	(0.2)	(0.9)	רווח לפני מס
(0.4)	0	0	הוצאות מס (40%)
0.6	(0.2)	(0.9)	רווח נקי
6%	(5%)	(180%)	תשואה להון
0	1.5	19	מנוף פיננסי

יחסים פיננסיים

✓ מבוא

✓ יחסי נזילות

✓ יחסי רווחיות

✓ יחסי מבנה ההון

✓ **יחסי היעילות התפעולית**

✓ מדדים אחרים

✓ שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

✓ מדד אלטמן

יחסי היעילות התפעולית

הון חוזר תפעולי

הון חוזר תפעולי כולל את יתרת הלקוחות, המלאי והרכיב התפעולי של חייבים אחרים, בניכוי יתרת הספקים והרכיב התפעולי של זכאים אחרים.

ההון החוזר התפעולי נגזר מימי האשראי הניתנים על ידי החברה ללקוחותיה (ימי לקוחות), מימי האשראי אותם מקבלת החברה מספקיה (ימי ספקים) וממחזור המלאי (ימי מלאי).

בטווח הארוך, נצפה לראות כי חברות באותו ענף, אשר פועלות בתנאי סחר דומים, ידרשו לשיעורי השקעה דומים בהון חוזר (ביחס להכנסות).

יחסי היעילות התפעולית (המשך)

1. יחס המלאי

$$\text{יחס המלאי} = \frac{\text{מלאי}}{\text{עלות המכירות}}$$

- את המלאי יש להשוות לעלות המכירות כיוון ששניהם רשומים במחירי עלות היצור.

2. מחזור המלאי

$$\text{מחזור המלאי} = \frac{\text{עלות המכירות}}{\text{מלאי}}$$

- כמה פעמים בשנה החברה "מגלגלת" את המלאי והופכת אותו למזומן וחוזר חלילה.

3. ימי המלאי (DOH)

$$\text{ימי המלאי} = \frac{\text{ממוצע י.פ. וי.ס. של מלאי} \times 365 \text{ ימים}}{\text{עלות המכירות}}$$

Days of Inventory on Hand – DOH

- מספר הימים שעל החברה להמתין בממוצע עד שהיא מוכרת את המלאי שברשותה.

יחסי היעילות התפעולית

$$\frac{\text{ממוצע י.פ. וי.ס. של לקוחות} \times 365 \text{ ימים}}{\text{מכירות שנתיות} \times (1 + \text{שיעור המע"מ})} = \text{ימי לקוחות}$$

4. ימי לקוחות (DSO)

Days Sales Outstanding - DSO

■ מספר הימים שעל החברה להמתין בממוצע עד שהיא גובה את הכספים המגיעים לה מהלקוחות.

■ ההנחה הבסיסית היא שמדיניות האשראי היא אחידה למרבית הלקוחות והמכירות מתפלגות בממוצע באופן דומה על פני השנה.

■ במכירות בארץ יש לקחת את הלקוחות בנטרול מע"מ.

יחסי היעילות התפעולית (המשך)

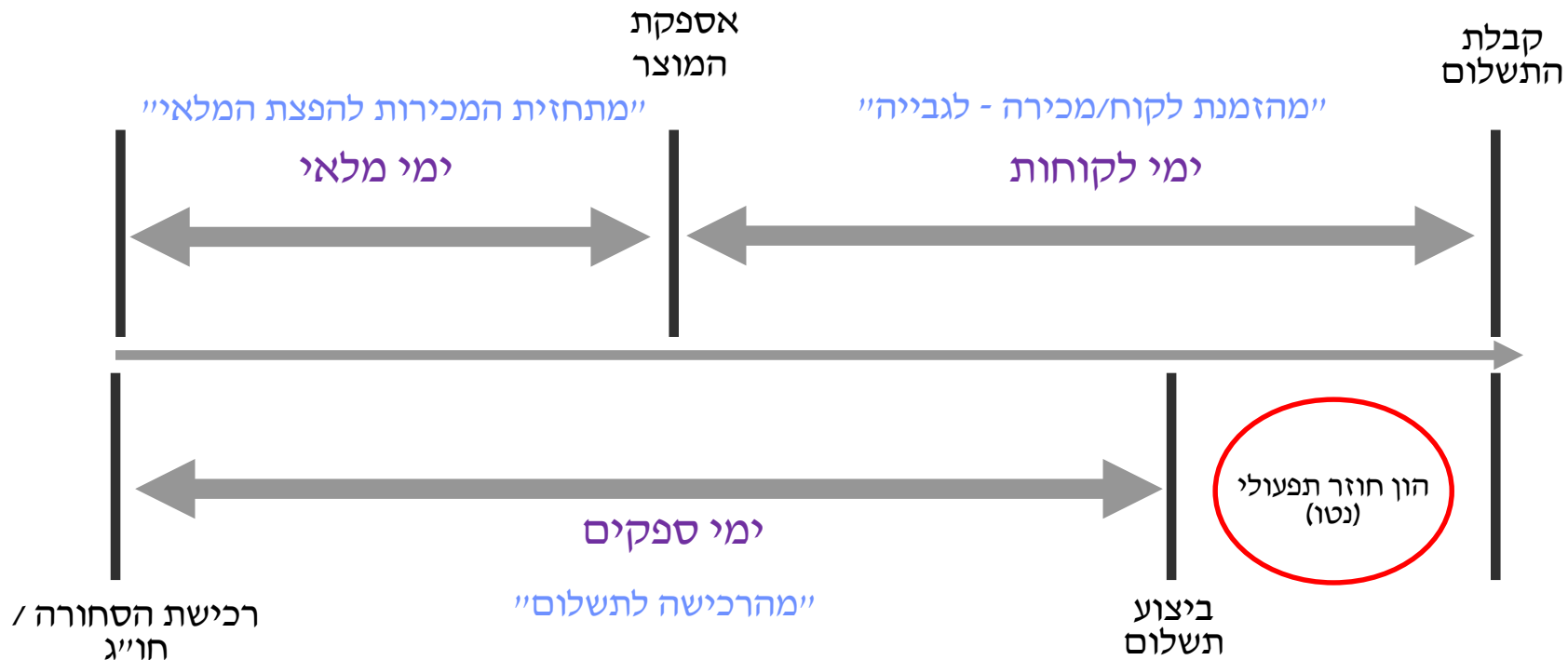
$$\text{ימי הספקים} = \frac{\text{ממוצע י.פ. וי.ס. של ספקים} \times 365 \text{ ימים}}{\text{עלות המכירות} \times (1 + \text{שיעור המע"מ})}$$

5. ימי הספקים (DPO)

Days Payable Outstanding – DPO

- מספר הימים שהחברה ממתינה בממוצע עד שהיא פורעת את ההתחייבויות לספקים.
- יש לקחת את יתרת הספקים בנטרול מע"מ.

"ציר הזמן של ההון החוזר"



ניהול יעיל של כל תהליכי ומרכיבי ההון החוזר: מכירה, רכש וניהול מלאי, עשויים להקטין את ההון החוזר התפעולי

מבנה ההון החוזר תלוי בענף/תעשייה בו פועלת החברה

- דוגמא ל-3 חברות מענפים שונים לפי ימי הון חוזר :
רשתות שיווק – מזון ; חברות Telecom ; מפעלים יצרניים

ימי לקוחות	ימי ספקים	ימי מלאי	ימים מצטברים	הערות
רשת שיווק - מזון	15	(40)	22	(3)
ימי לקוחות קצרים – לקוחות נוהגים לשלם במזומן / תשלומים בודדים ימי ספקים ארוכים יחסית - לרשתות השיווק כוח קנייה מול הספקים המאפשר למתוח תנאי אשראי ימי מלאי – כתלות בטריות מוצרים				
חברת Telecom	49	(50)	5	4
ימי לקוחות וספקים - קרובים יחסית עקב דפוסים דומים של חיוב ימי מלאי – ללא מלאי למעט ציוד קצה				
מפעל יצרני	65	(35)	58	88
ימי לקוחות גבוהים – לרוב כח קניה גדול של לקוחות ימי ספקים קצרים – ספקים חזקים ימי מלאי גבוהים – תהליכי יצור ארוכים				

תוצאות צמצום ההון החוזר

השבחת חברות:

- **שוק ההון מעריך ומתמחר את הצמצום בהון החוזר - תזרים המזומנים של חברה הינו גורם מהותי בשוויה. צמצום ההון חוזר ישביח את שווי החברה בגובה הצמצום!**
- **חסכון בהוצאות התפעוליות - שיפור ניהול ההון החוזר עשוי להפחית:**
 - הוצאות תפעול שוטפות
 - הוצאות חובות מסופקים
- **הוצאות מימון - צמצום ההון החוזר יקטין את החוב של החברה וישפיע במישרין על גובה הוצאות המימון**
- **שחרור מזומנים - את המזומנים ה"כלואים" בהון החוזר ניתן להשקיע בחברה, להחזיר חוב או לחלק דיבידנד**

יחסי היעילות התפעולית (המשך)

$$6. \text{ יחס כיסוי הריבית} = \frac{\text{רווח תפעולי}}{\text{הוצאות המימון}}$$

- בוחן יכולת לכסות את הוצאות הריבית וההצמדה מהפעילות העסקית השוטפת. חשוב לחברות שעברו תכנית הבראה. אם לא מסוגלות לכסות את הוצאות המימון הרי שמצבן קשה ועליהן לגרום למחיקת חובות נוספים, לפרוס אחרים ולהוזיל את הריבית.

$$7. \text{ חוב פיננסי נטו ל- FFO} = \frac{\text{התחייבויות פיננסיות נטו}}{\text{FFO}}$$

- Funds From Operations – FFO
- היחס מצביע על מידת הזמינות של תזרימי המזומנים של החברה לפרעון התחייבויותיה הפיננסיות.
- חברות דירוג אשראי (ימעלות' וימדרוג') עושות שימוש רב ביחס זה לצורך בחינת סיכון האשראי של החברה.

יחסי היעילות התפעולית (המשך)

8. **FFO להוצאות מימון** = **FFO להוצאות מימון**
$$\frac{\text{FFO}}{\text{הוצאות מימון}}$$

Funds From Operations – FFO

היחס מצביע על מידת אפשרות כיסוי הוצאות המימון של החברה בעזרת התזרים הפנוי.

חברות דירוג אשראי (מעלות ו'מדרוג') עושות שימוש רב ביחס זה לצורך בחינת סיכון האשראי של החברה.

9. **יחס כיסוי חוב** = **יחס כיסוי חוב**
$$\frac{\text{התחייבויות פיננסיות נטו}}{\text{EBITDA}}$$

Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and – EBITDA Amortization (מקובל לחשב על ידי חיבור של רווח תפעולי ופחת).

יחס זה דומה ליחס חוב פיננסי נטו ל- FFO.

יחסי היעילות התפעולית (המשך)

10. **יחס מלאי חומרי גלם ביחס לצריכת חומרי גלם שנתית**

$$\frac{\text{מלאי חומרי גלם}}{\text{צריכת חומרי גלם שנתית}} = \text{יחס מלאי חו"ג לצריכת חו"ג}$$

■ צריכת חומרי גלם שווה לסכום של מלאי פתיחה חומרי הגלם וקניות, בניכוי יתרת מלאי סגירה של חומרי הגלם.

11. **מחזור הנכסים**

$$\frac{\text{מכירות שנתיות}}{\text{ממוצע י.פ. וי.ס. של הנכסים}} = \text{מחזור הנכסים}$$

■ ככל שהמכירות גבוהות יותר יחסית לנכסי החברה, הרי שהיעילות התפעולית גבוהה יותר והחברה מנצלת טוב יותר את המקורות העומדים לרשותה.

12. **יחס מלאי תוצרת גמורה לעלות המכירות (*)**

$$\frac{\text{מלאי תוצרת גמורה}}{\text{עלות המכירות}} = \text{יחס מלאי תוצרת גמורה לעלות מכירות}$$

13. **יחס מלאי בתהליך לעלות המכירות (*)**

$$\frac{\text{מלאי בתהליך}}{\text{עלות המכירות}} = \text{יחס מלאי בתהליך לעלות מכירות}$$

(*) כלי עזר חשוב להבנת השינויים במלאי.

יחסים פיננסיים

✓ מבוא

✓ יחסי נזילות

✓ יחסי רווחיות

✓ יחסי מבנה ההון

✓ יחסי היעילות התפעולית

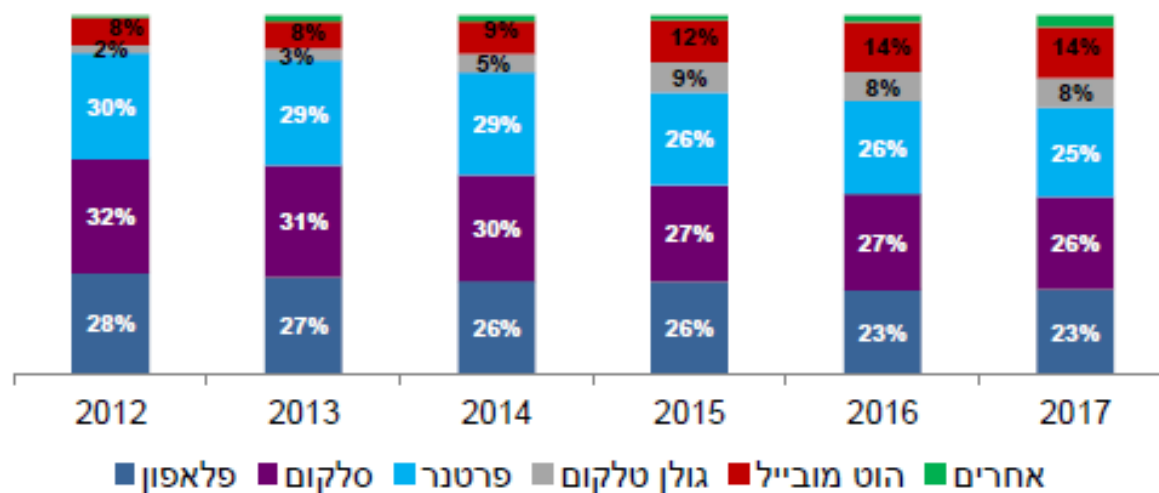
✓ **מדדים אחרים**

✓ שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

✓ מדד אלטמן

1. חלקה של החברה בשוק = $\frac{\text{סה"כ הכנסות של החברה}}{\text{סה"כ הכנסות של הענף}}$ חלקה של החברה בשוק

- כלל שחלקה של החברה בשוק גדל, כך גדלים סיכוייה להמשיך ולהתפתח, לשמור על יציבות ולהרוויח (יתרון לגודל).
- דוגמא: התפתחות נתחי השוק של חברות הסלולר בישראל (*):



(*) מקור: דוחות כספיים של החברות

מדדים אחרים (המשך)

2. **היקף ההשקעות במחקר ופיתוח** = **היקף השקעות מו"פ** $\frac{\text{הוצאות מחקר ופיתוח}}{\text{מכירות שנתיות}}$

■ ככל שהיקף ההשקעות במו"פ יחסית למכירות השנתיות גדל, כך גדלים סיכויי החברה לשמור על מעמדה בשוק המוצרים התחרותי, ולא לפגור אחר הקצב המהיר של החידושים הטכנולוגיים.

3. **תפוקה לעובד** = **תפוקה לעובד** $\frac{\text{מכירות שנתיות}}{\text{מספר עובדים}}$

יחסים פיננסיים

✓ מבוא

✓ יחסי נזילות

✓ יחסי רווחיות

✓ יחסי מבנה ההון

✓ יחסי היעילות התפעולית

✓ מדדים אחרים

✓ שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

✓ מדד אלטמן

שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

יחסי ה- Covenants (אמות מידה פיננסיות)

- **הגדרה:** חברה הנוטלת הלוואות מבנקים או מנפיקה אגרות חוב מתחייבות במקרים מסוימים בהסכם משפטי כתוב לעמידה בתנאי סף של יחסים פיננסיים נבחרים. התנאים בהם החברה מחויבת לעמוד נקבעים לרוב עד מלוא תקופת החזר החוב. יחסים אלה (קרי, יחסים פיננסיים בהם החברה התחייבה לעמוד) נקראים יחסי ה- Covenants.

שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

דוגמא: מתוך דוחות כספיים שנתיים של חברת ישרוטל בע"מ לשנת 2009.

באור 19 - התחייבויות מובטחות בשעבודים ואמות מידה פיננסיות

יהסכם הלוואות לזמן ארוך שקיבלה החברה מתאגידים בנקאיים ושיתרתה ליום 31.12.2009 הינה 649 מיליון ₪, מטיל הגבלות שונות, לרבות דרישה לעמידה באמות מידה פיננסיות (covenants) כדלהלן:

– שיעור ההון העצמי המוחשי מסך כל דוח המצב הכספי לא יפחת בכל עת שהיא מ-20%.

– היחס בין כל החוב הפיננסי נטו של החברה לבין ה- EBITDA של החברה לא יעלה על 10.

נכון ליום 31 בדצמבר 2009, עמדה החברה בתנאים האמורים."

שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

דוגמא: מתוך שטר נאמנות של די. בי. אס. שרותי לוויין (1998) בע"מ (7/11/2010)

7.1.17. אם יחס החוב/EBITDA, יעלה על 5.7 (להלן: "תניית יחס החוב/EBITDA").

המונח: "יחס החוב/EBITDA" פירושו: היחס בין החוב הכולל (כהגדרתו בסעיף 2.9 לעיל), כפי שהינו בתום הרבעון הרלבנטי, לבין ה- EBITDA של החברה בתקופת 12 החודשים המסתיימת בתום אותו רבעון.

המונח: "EBITDA" פירושו: בהתייחס לתקופת חישוב כלשהי - סך הרווח התפעולי של החברה מפעולות רגילות (לפני הוצאות מימון ומיסים), בתוספת פחת והפחתות ובתוספת הפרשות והוצאות חד פעמיות חריגות.

שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה (המשך)

נורות אזהרה

- **עסק חי' - אחד הקריטריונים לנורות אזהרה דולקות בעקבות שינוי לרעה ביחסים פיננסיים.**
- **ייפוי דוחות – כגון פקטורינג^(*), cookie jar accounting^(**) (הפרשות עודפות), שינוי במדיניות החשבונאית וכו'.**

(*) Factoring - is often used synonymously with accounts receivable financing. Factoring is a form of commercial finance whereby a business sells its accounts receivable (in the form of invoices) at a discount. Effectively, the business is no longer dependent on the conversion of accounts receivable to cash from the actual payment from their customers, which takes place on typical 30 to 90 day terms. Businesses benefit from the acceleration of cash flow.

() cookie jar accounting** - An accounting practice where a company uses generous reserves from good years against losses that might be incurred in bad years (Source: www.investopedia.com).

מקרה 'תרו' (TARO)

זיהוי בתנודות יחסים פיננסיים שקדמה לנפילה חדה במניה.

Summary:

- Potential problems associated with deteriorating cash conversion cycle
 - Cash flow from operations likely to lag earnings as annual DSOs are up 15% and DOH are up 37%
 - Concerns about cash management systems and extended terms on receivables
 - Inventory turns less than twice a year
 - Potential premature revenue recognition
 - Weak operating cash flows may surprise investors as Taro does not provide quarterly cash flow information
- Gross margins inconsistent with peers
- Trades at a premium to peers yet underperforms on cash flows

שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה (המשך)

מקרה 'תרו' (TARO) - המשך

Table 1: Quarterly Cash Conversion Cycle – Taro vs. Peers

	2003						Annual % Change
<i>in days</i>	FYE 2002	1Q	2Q	3Q	4Q	FYE 2003	
TARO							
Days Sales Outstanding (DSOs)	95	93	93	103	116	110	15.4%
Days Inventory on Hand (DOHs)	164	172	207	223	262	226	37.7%
Days Payable Outstanding (DPOs)	87	195	202	177	190	152	74.9%
Cash Conversion Cycle	172	70	98	148	188	183	6.6%
Peer Group							
Days Sales Outstanding (DSOs)	58	56	44	60	55	56	-3.1%
Days Inventory on Hand (DOHs)	131	149	101	138	129	127	-2.9%
Days Payable Outstanding (DPOs)	29	53	43	53	41	23	-20.8%
Cash Conversion Cycle	160	152	102	145	144	160	0.3%

Significant year-end inventory build

TARO better payable cycle - yet, considerably longer collection and inventory cycles

Source: Company Reports, GLC.

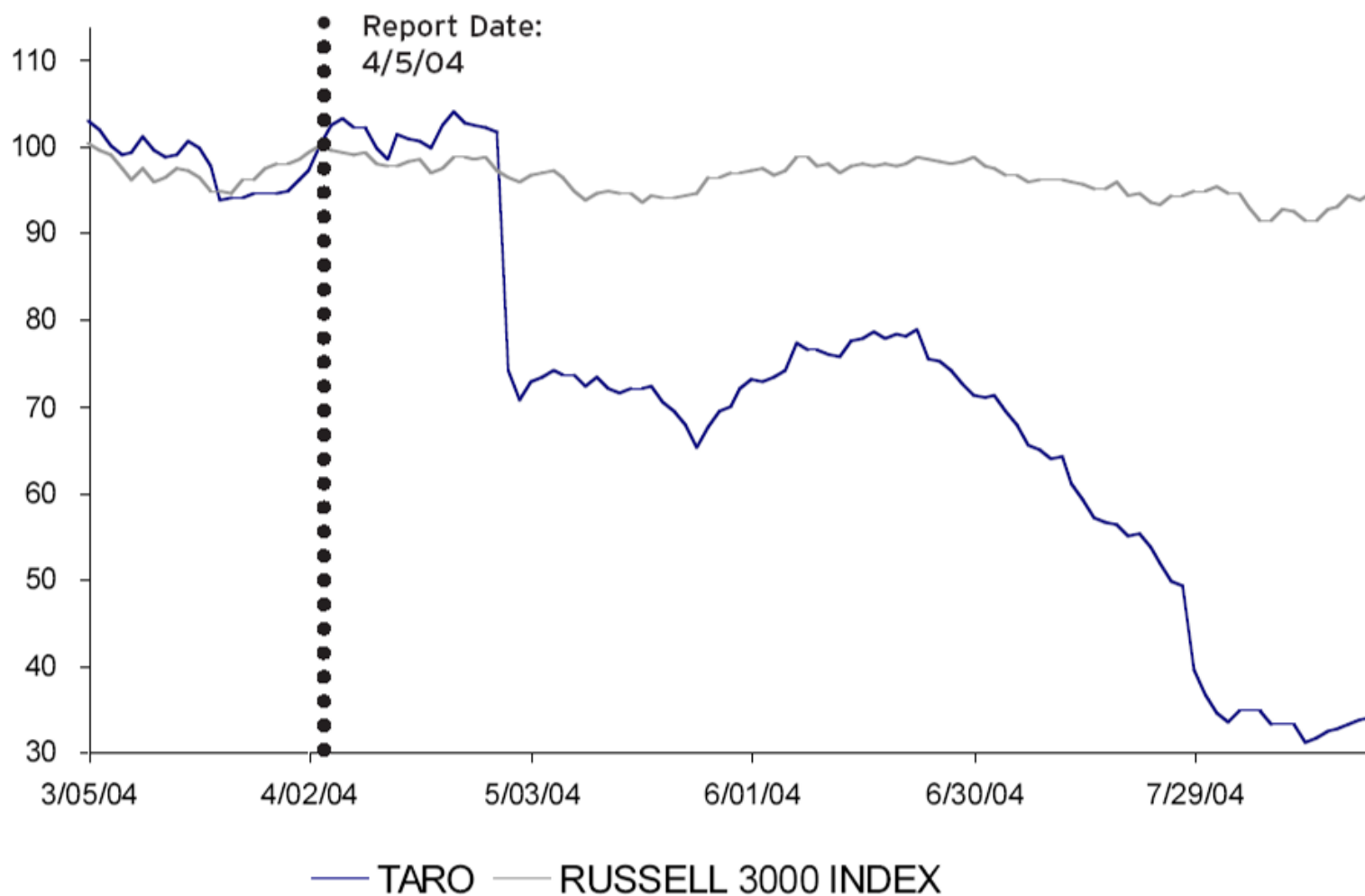
Note: Peers include ALO, BRL, MYL. Quarterly figures based on 91.5 day period. Taro A/P includes additional accrued expenses that may limit comparability.

הנתונים נלקחו מדוח Yellow card report של חברת GlassLewis&Co מתאריך 5.4.2004

(http://www.glasslewis.com/downloads/sampleresearch/YellowcardReport_Taro.pdf)

שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה (המשך)

מקרה 'תרו' (TARO) - המשך



עמוד 54

יחסים פיננסיים

✓ מבוא

✓ יחסי נזילות

✓ יחסי רווחיות

✓ יחסי מבנה ההון

✓ יחסי היעילות התפעולית

✓ מדדים אחרים

✓ שימוש ביחסים פיננסיים בפרקטיקה

✓ מדד אלטמן

הגדרות:



*Prof. Edward I. Altman
(b. 1941)
New York University
Stern School of Business*

■ זהו אחד ממדדי ההישרדות הנפוצים בארה"ב ובאירופה (פותח בשנת 1968).

■ המדד מבוסס על חמישה יחסים פיננסים מרכזיים.

■ המדד מאפשר לחזות מראש האם

החברה מצויה ברמת סיכון גבוהה ועלולה להיקלע לקשיים בשנים הקרובות.

■ לכל אחד מחמשת היחסים ניתן משקל בהתאם לתרומתו היחסית ליציבות החברה. מדד זה התפתח עם השנים וכיום ישנם מס' מדדי אלטמן המותאמים לענפים/נסיבות שונים.

מדד אלטמן (המשך)

יחסים פיננסיים:

היחס מבטא **נזילות** בטווח קצר

$$A_1 = \frac{\text{הון חוזר נטו}}{\text{סה"כ נכסים}}$$

היחס מבטא את יתרת הרווחים מסך מקורות החברה (**יציבות**)

$$A_2 = \frac{\text{יתרת רווח במאזן}}{\text{סה"כ נכסים}}$$

היחס מבטא את **יעילות** הפעלת נכסי החברה בנטרול המס והמנוף הפיננסי.

$$A_3 = \frac{\text{רווח לפני ריבית ומיסים}}{\text{סה"כ נכסים}}$$

היחס מבטא את **האיתנות הפיננסית** של החברה.

$$A_4 = \frac{\text{שווי שוק מ"ר ומב"כ או הון עצמי}}{\text{סה"כ התחייבויות}}$$

היחס מצביע על **כושר הייצור** של נכסי החברה.

$$A_5 = \frac{\text{סה"כ מכירות}}{\text{סה"כ נכסים}}$$

מדד אלטמן (המשך)

הנוסחה למודל הבסיסי (חברות ציבוריות תעשייתיות):

$$Z = 1.2A_1 + 1.4A_2 + 3.3A_3 + 0.6A_4 + 1.0A_5$$

בישראל

בארה"ב

Z קטן מ-1

Z קטן מ-1.8

סיכויי הישרדות לא טובים

Z בין 1 ל-2

Z בין 1.8 ל-2.99

החברה בתחום האפור

Z גדול מ-2.99 Z גדול מ-2

החברה יציבה ובריא

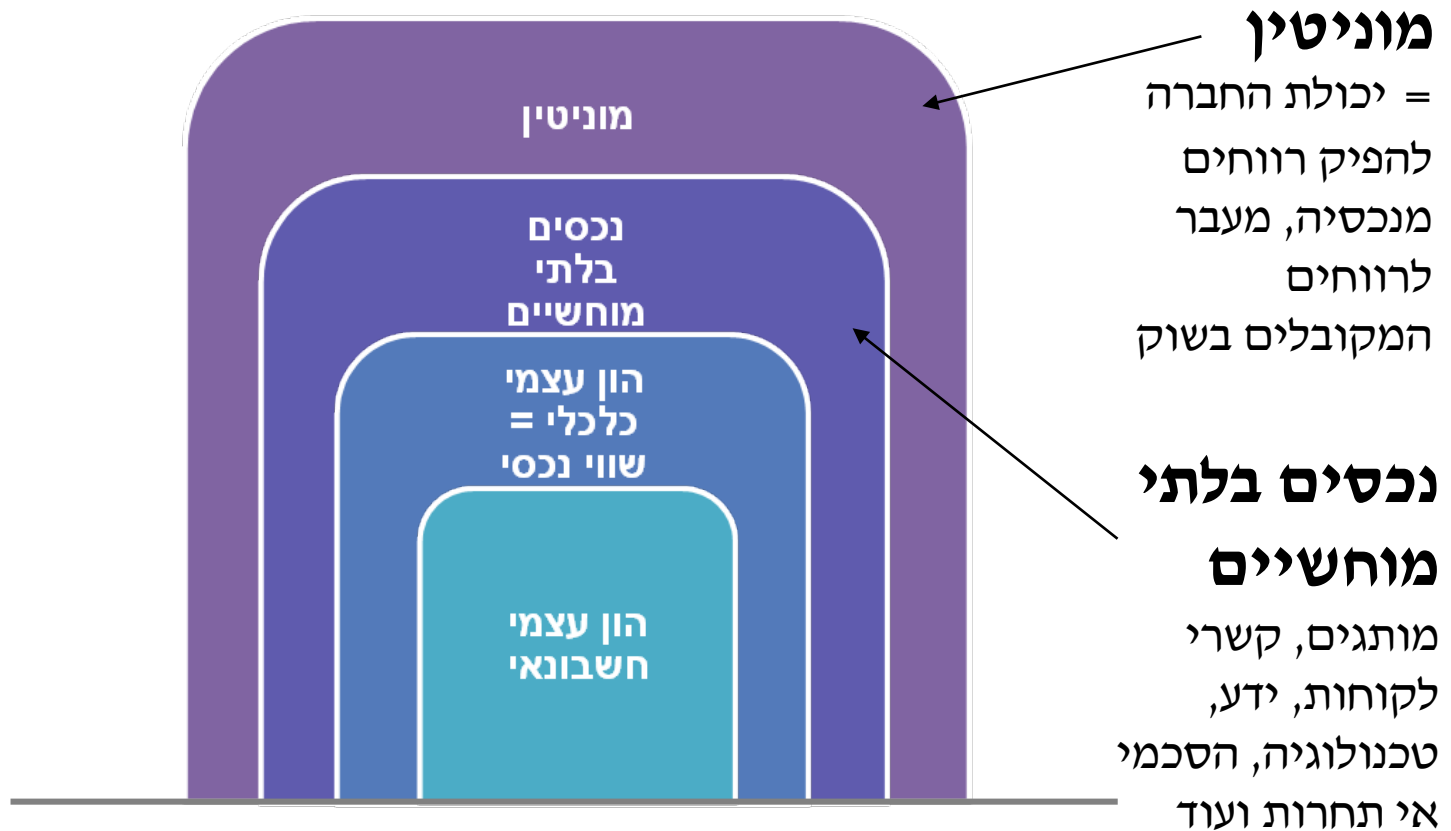
ראשי פרקים

□ יחסים פיננסיים

□ פעילות מול שווי הון עצמי

□ שיטת המכפיל

היררכיית שווי החברה



שווי פעילות אל מול שווי הון עצמי



שווי פעילות אל מול שווי הון עצמי

התייחסות לנכסים עודפים

נכסים עודפים - הגדרה

נכסים עודפים הם נכסים שלא לוקחים חלק בייצור הרווח התפעולי או שהם מניבים תשואה שונה.

נכסים עודפים יירשמו לפי שווי שוק או לפי הערכת שמאי.

נכסים עודפים

אין רווח



להערכת השווי יתווסף הנכס העודף לפי שווי שוק או הערכת שמאי (בניכוי המס שיחול במימוש הנכס).

יש רווח



ינוטרל הרווח בחישוב השווי התפעולי, ולהערכת השווי יתווסף הנכס העודף לפי שווי שוק או הערכת שמאי (בניכוי המס שיחול במימוש הנכס).

דוגמת טבע (22 באוקטובר, 2016)

האם אסטרטגיית הרכישות של טבע פוגעת בשווי השוק והמניה?

מניית טבע ירדה חזרה לרמה שבה נסחרה ביומו האחרון בתפקיד של המנכ"ל הקודם ג'רמי לוין, בתחילת 2014 ■ בשוק עולות תהיות בנוגע לאסטרטגיית הרכישות של מחליפו, ארז ויגודמן

כלובס

"במחיר של 40 מיליארד דולר - האם טבע לא הייתה יכולה לרכוש עסקים עם מתח רווחים גבוה יותר (כלומר אינובטיביים או חצי-אינובטיביים - ג'ו)? כעת, משבוצע המהלך, יש רק לקוות שהוא יצדיק את עצמו, וזה תלוי ביכולת לחסוך בהוצאות".

הבכיר מוסיף, כי "בעשור האחרון טבע הוציאה 70 מיליארד דולר עבור רכישות ענק - ספולון ואקטביס - ולכן היינו מצפים כי השווי שלה יעמוד על 70 מיליארד דולר לפחות, ובפועל הוא כמחצית מזה, ומנייתה צנחה חזק יותר לעומת יתר הסקטור. קיצוץ ההוצאות לא היה גבוה מספיק להצדיק את הרכישות".

פעילות מול שווי הון עצמי

דוגמת טבע (22 באוקטובר, 2016)

□ הבכיר המצוטט בכתבה שבשקף הקודם טוען כי היות שטבע הוציאה 70 מיליארד דולר לצורך רכישת שתי חברות בעבר, יש לצפות ששוויה יעמוד על 70 מיליארד לפחות.

□ האם יש באמת סיבה לצפות ששוויה של טבע יעמוד על לפחות 70 מיליארד דולר?

ראשי פרקים

- יחסים פיננסיים
- פעילות מול שווי הון עצמי
- שיטת המכפיל

שיטות להערכת שווי

שיטת השווי הנכסי

שווי השוק של כל נכסי החברה בניכוי שווי השוק של התחייבויותיה. השיטה מתאימה להערכת שווי חברה בפירוק או חברת אחזקות (פחות מתאימה לחברות שהן עסק חי ונצמח להן מוניטין המשקף רווחיות בעתיד).

שיטת המכפיל

הפעלת מכפילים נבחרים על נתוני ביצוע עיקריים (כגון: רווח נטו, רווח תפעולי, תזרים תפעולי, מכירות, הון עצמי) ויחסים נבחרים משוק ההון של קבוצת חברות דומות על נתונים תואמים בחברה המוערכת.

שיטת היוון זרמי מזומנים (DCF) (*)

הערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים של החברה. זוהי השיטה המדויקת ביותר והנכונה ביותר מתודולוגית.

*DCF – Discounted Cash Flow

הערכות שווי לפי שיטות שונות

דוגמת הפרה



□ שיטת המכפיל – הצגה

□ סוגי מכפילים נפוצים

□ מכפיל רווח נקי (P/E)

□ מכפיל EV/EBITDA

□ מודל הצמיחה של גורדון

□ מכפיל FCF

□ מכפילים יצירתיים

חברות דומות נסחרות במכפילים דומים

יישום המכפילים של חברות דומות לגזירת שווי החברה

השווי של החברה נשוא ההערכה, נגזר על ידי הפעלת המכפילים הרלוונטיים של החברות שנבחרו, על נתוני ביצוע עיקריים (כגון: רווח נטו, רווח תפעולי, תזרים תפעולי, מכירות, הון עצמי) של החברה הספציפית.

התוצאה המתקבלת הינה קירוב לשווי, המותנה בנכונות שתי הנחות:

- **רלבנטיות ההשוואה** - חברות הפועלות באותו ענף מאופיינות בפרמטרים תפעוליים דומים.
- **יעילות והגינות השוק** - החברות המשוות מתומחרות נכונה.

שיטת המכפיל

שלבי ביצוע ההערכה

1. **איתור חברות** דומות לצורכי השוואה.
2. קביעת **הרווח המייצג** של החברה.
3. **חישוב מכפילי** חברות דומות - בהתבסס על **שווי המניות** של חברות דומות.
4. **יישום המכפילים** לקבלת **שווי הפעילות** נגזר להחברה.
5. הפחתת ההתחייבויות הפיננסיות נטו. _____
6. הוספת/הפחתת שווי נכסים עודפים/התחייבויות עודפות.

קיימים מכפילים שמובילים לחישוב ישיר
של שווי ההון העצמי

קריטריונים לבחירת חברות בנות השוואה

- **תחום פעילות** - חברות נוטות להתכנס לשיעורי רווחיות תפעולית ממוצעים ענפיים. נדירים המקרים, בהם חברה שומרת לאורך זמן על שיעורי רווחיות גבוהים משמעותית ביחס לענף בו היא פועלת. לפיכך, רצוי כי החברות שנבחרו לצורך הערכת השווי יפעלו באותו תחום כמו החברה המוערכת.
- **גודל** - ליתרונות לגודל השפעה מהותית על מבנה הרווחיות של חברות הפועלות באותו ענף.
- **שוק** - בדרך כלל, לא ניתן לגזור מכפילים מחברות הפועלות בארצות שונות מארץ פעילות החברה המוערכת. ההבדלים העיקריים בין הארצות השונות הינם כללי חשבונאות, התערבות ממשלתית ורגולציה, טעמים (אשר מושפעים גם מסביבה מאקרו כלכלית שונה כגון תוצר לנפש, כוח קנייה וכד').
- **שלב במחזור החיים (פוטנציאל צמיחה)** - בהשוואת חברות יש לשים לב להבדלים בפוטנציאל הצמיחה.

שיטת המכפיל

קריטריונים לבחירת חברות בנות השוואה

איתור חברות דומות לצרכי השוואה

יש לבחור חברות בעלות מאפיינים עיקריים דומים לאלו של העסק נשוא ההערכה. יש לשים לב למאפיינים הבאים:

תפעוליים

- תעשיה
- לקוחות
- מוצרים
- עונתיות
- שווקים
- מחזוריות
- צינורות שיווק

פיננסיים

- גודל אבסולוטי-מכירות
- רווחיות
- מנוף פיננסי
- הון חוזר
- בסיס הון עצמי
- שיעורי פחת
- גידול (שיעורי צמיחה)

"רווח מייצג" הינו הרווח החשבונאי בשינויים הבאים:

1. "תיקון העבר" – נטרול סעיפים מיוחדים שהיו בעבר ולא יהיו בעתיד, כגון: תביעות גדולות, ונטרול סעיפים שאינם מסווגים כ"מיוחדים" אולם אינם בעלי אופי חוזר, כגון: רווח הון, הכנסות / (הוצאות) בגין שנים קודמות וכד'.
2. שילוב תחזיות לעתיד – כגון: התפתחויות צפויות בחברה, מגבלות סביבתיות, צפי בענף, מאקרו כלכלה וכד'.

רווח מייצג – דוגמא 1

נקודת מוצא – רווח מייצג

ה-EBITDA המדווח של החברה על פי דוחותיה הכספיים השנתיים לשנת 2015 מסתכם במיליון ש"ח (1 מיליון ש"ח).

בשקפים הבאים נציג אירועים שהשפיעו על ה-EBITDA של החברה אך הם אינם מייצגים את פעילותה הנורמטיבית.

לבסוף, נראה את ההשפעה המצטברת של כל אותם אירועים מייצגים על ה-EBITDA הנורמטיבית של החברה.

רווח מייצג – דוגמא 1

התאמות לרווח מייצג – אירועים שהשפיעו על הרווחיות בעבר

התאמות ל-EBITDA לצורך הגעה ל-EBITDA מייצג עשויות לכלול לדוגמא אירועים שהשפיעו בעבר על רווחיות החברה אך אינם צפויים לחזור על עצמם, כגון:

(I) רווחי הון – ממכירת רכוש קבוע חד פעמית שאינה קשורה לפעילות הליבה של החברה. **נניח כי החברה רשמה בספריה רווח הון על סכום של 100 אלפי ש"ח.**

רווח מייצג – דוגמא 1

התאמות לרווח מייצג – אירועים שהשפיעו על הרווחיות בעבר

(II) הכנסות נטו מלקוח שעזב – ההכנסות (וההוצאות) בגין עסקאות מול לקוח מהותי שידוע כי התקשרותו מול החברה הפסיקה אך התקשרות זו עדיין משפיעה על ה-EBITDA המדווח, אינה צריכה להשפיע על הרווחיות העתידית של הישות שאנו בוחנים, ובהתאם יש לנטרל הכנסות אלה.

נניח כי הרווח מההכנסות מלקוח זה בשנת 2015 הסתכם ב- 130 אלפי ש"ח.

רווח מייצג – דוגמא 1

התאמות לרווח מייצג – אירועים שהשפיעו על הרווחיות בעבר

(III) הכנסות חד פעמיות – אם לדוגמא, ה-EBITDA המדווח כולל הכנסה חד פעמית בגין תביעה מסוימת שהתרחשה בתקופת הדיווח – יש לנטרל הכנסה זו, שכן היא אינה מייצגת את הפעילות העתידית של החברה. נניח לצורכי הדוגמא שלנו כי ההכנסות מהתביעה עמדו על 120 אלפי ש"ח.

רווח מייצג – דוגמא 1

דוגמאות להתאמות לרווח מייצג – אירועים שעשויים להשפיע על
הרווחיות העתידית

התאמות ל-EBITDA לצורך הגעה ל-EBITDA מייצג עשויות לכלול גם
אירועים שצפויים להשפיע על הרווחיות העתידית של החברה, כגון:

רווח מייצג – דוגמא 1

דוגמאות להתאמות לרווח מייצג – אירועים שעשויים להשפיע על הרווחיות העתידית

(VI) קניות במחיר גבוה ממחיר שוק – אם, לדוגמא, החברה קונה כיום את המלאי שלה מחברה שברשות בעל השליטה, במחירים גבוהים ממחירי שוק, סביר שאחרי רכישה פוטנציאלית של החברה, היא תקנה את המלאי במחיר שוק ובהתאם, עלות המכר הגבוהה שאפיינה את המכירות של החברה בעבר, אינה צפויה לחזור על עצמה בעתיד כך שהיא אינה מייצגת.

נניח שקניות של מלאי במחיר שוק היו מקטינות את עלות המכר של החברה ב-140 אלפי ש"ח.

רווח מייצג – דוגמא 1

סיכום

אלפי ש"ח	2015
EBITDA מדווח	1,000
שיעור מההכנסות	13%
התאמות	
רווח הון	(100)
לקוח שעזב	(130)
הכנסה חד פעמית	(120)
קניות מצד קשור	140
EBITDA מתואם	790
שיעור מההכנסות	10%

רווח מייצג – דוגמא 2

דוגמא לחישוב רווח מייצג

אלפי ש"ח

7,892

1,182

(273)

(703)

112

645

593

374

333

(1,023)

510

(513)

9,268

(2,224)

7,044

3,904

(703)

3,201

10,245

רווח לפי דוח רווח והפסד (לפני מס)

סעיפים מיוחדים:

נוסף - הפסד הון נזקי רעידת אדמה

סעיפים שונים שאינם בעלי אופי חוזר:

בניכוי - הכנסות בגין שנים קודמות - סגירת שומה במחלוקת עם מ"ה בגינה נוצר

בניכוי - רווח הון מממוש השקעה בחברה אחרת

נוסף - הפרשה לחוב מסופק

נוסף - הפרשה לתביעה משפטית

נוסף - מחיקת חוב אבוד

ס"ה סעיפים שונים

סעיפי מימון:

נוסף - הוצאות מימון שנבעו מעלייה חדה בשיעור הדולר (פיחות חד פעמי)

ניירות ערך:

בניכוי - נטרול מעליית ערך חדה של ניירות ערך

בנוסף - רווח המשקף תשואה סבירה לתיק ניירות ערך (5%)

ס"ה ניירות ערך

רווח מייצג לפני השפעת המס ותחזיות לעתיד

השפעת המס (שיעור מס חברות בשנת 2011 - 24%)

רווח מייצג לאחר השפעת המס ולפני תחזיות לעתיד

תחזיות לעתיד:

נוסף - רווח שנתי שינבע בשנים הבאות כתוצאה מהתחלת שיווקו של מוצר חדש

השפעת המס (הנחת שיעור מס שולי של 18%)

ס"ה תזרים לעתיד

רווח מייצג

עמוד 82

יתרונות וחסרונות בשיטת המכפיל

היתרונות בשיטת המכפיל

- ניתן להיעזר בשיטת המכפילים לקבלת אינדיקציית שווי מהירה.
- שיטת המכפילים אינה מביאה בהכרח לחישוב מדויק, אולם נחשבת יעילה ונפוצה ביותר כ"שיטת קיצור דרך", לצרכי אישוש השווי שהתקבל בשיטת ה- DCF.

יתרונות וחסרונות בשיטת המכפיל

החסרונות בשיטת המכפיל

- היעדר גמישות המודל - השיטה אינה מביאה לידי ביטוי התפתחויות אפשריות לאורך השנים.
- במציאות, רמת ההומוגניות של חברות באותו ענף (ואף תת ענף) אינה גבוהה.
- בעיתות משבר, המכפילים הופכים להיות יחס נזיל ולא בהכרח מייצג.
- הטיות ברווחים החשבונאיים, כתוצאה מהכנסות/הוצאות חריגות, עלולות להוביל להטיית המכפיל (לדוגמא: הוצאות רה ארגון; מימוש/שיערוך רכוש קבוע; הפסד בגין פעילות מופסקת).

סוגי מכפילים נפוצים

מכפילי שווי הפעילות

שווי הפעילות	שווי הפעילות	שווי הפעילות
רווח תפעולי	EBITDA	הכנסות
	שווי הפעילות	
	תזרים תפעולי	

(*) שווי הפעילות הינו שווי השוק של ההון העצמי, בתוספת התחייבויות פיננסיות, נטו.

מכפילי שווי הון עצמי

שווי ההון העצמי	שווי ההון העצמי	שווי ההון העצמי
FFO/NOI*	הון עצמי מאזני	רווח נקי

* בחברות נדל"ן מניב

מומלץ לאמוד את שווי החברה המוערכת על
בסיס מספר מכפילים

□ שיטת המכפיל – הצגה

□ סוגי מכפילים נפוצים

□ מכפיל רווח נקי (P/E)

□ מכפיל EV/EBITDA

□ מודל הצמיחה של גורדון

□ מכפיל FCF

□ מכפילים יצירתיים

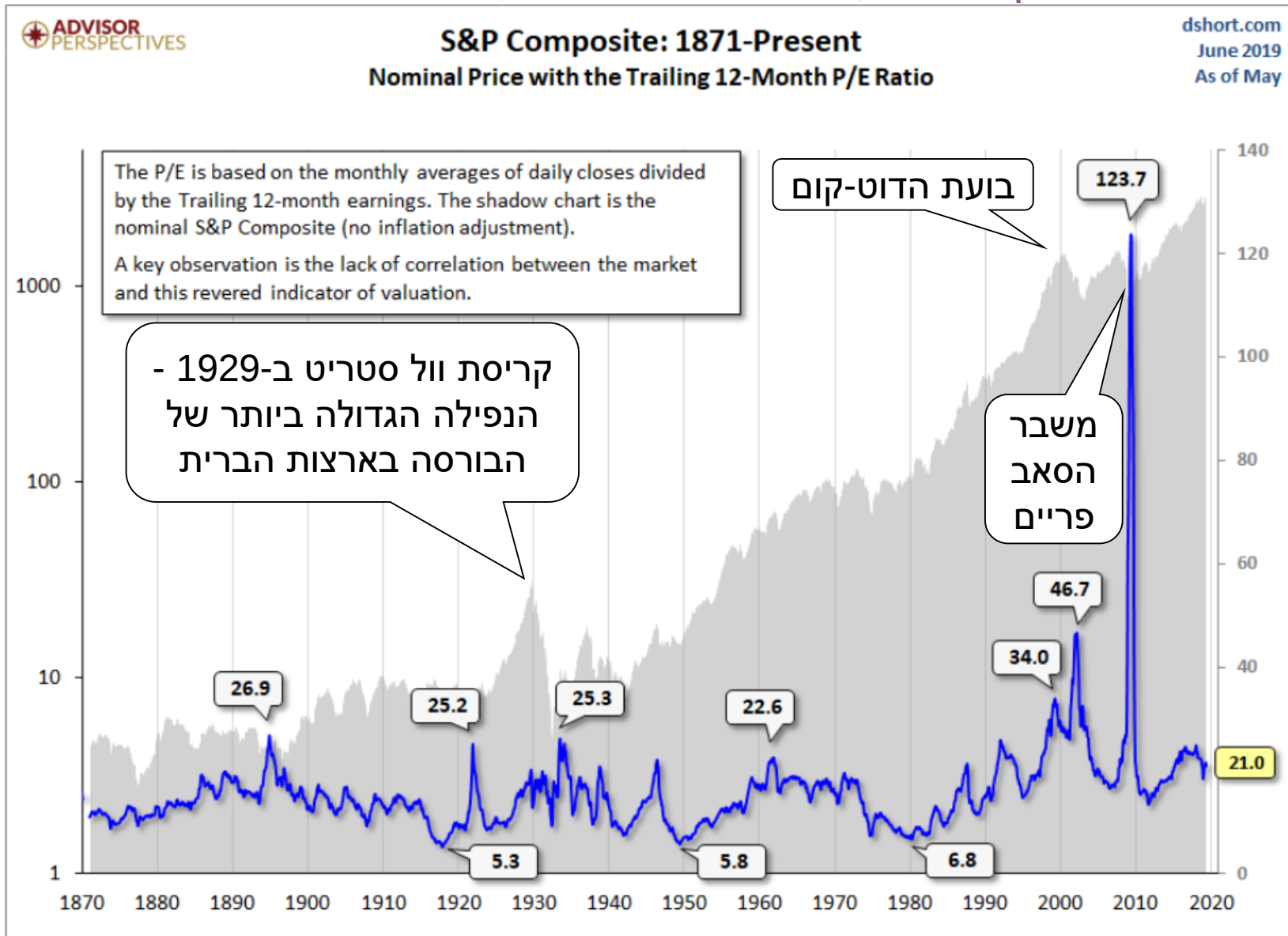
מכפיל רווח נקי

$$\text{מכפיל רווח נקי} = \frac{\text{שווי הון עצמי}}{\text{רווח נקי}}$$

זהו המכפיל המפורסם ביותר -
מכפיל ה-P/E

מכפיל רווח נקי

מכפילי רווח נקי ממוצע S&P משנת 1871 עד היום



מכפיל רווח נקי

שאלה א'

(10 נקודות) להלן נתונים בדבר 3 חברות בנות השוואה מייצגות הנסחרות בשוק הון הוגן ויעיל. (הנתונים מתייחסים לשנת 2007 או לתאריך 31.12.2007, בהתאם לעניין):

שם החברה	A	B	C
	(אלפי ש"ח)	(אלפי ש"ח)	(אלפי ש"ח)
הון עצמי במאזן	3,000	6,000	1000
רווח נקי	225	600	600
שווי שוק של ההון העצמי	9,000	18,000	3000
רווח תפעולי	400	900	150
פחת והפחתות	200	300	50
התחייבויות פיננסיות, נטו	(3,000)	(6,000)	(1,000)

(*) בחברות A, B, C ו-D לא קיימים נכסים עודפים.

בשנת 2007 היה לחברת D רווח נקי בסך של מיליון ש"ח, ו-EBITDA בסך של 800 אלפי ש"ח ובסוף השנה היו לה נכסים פיננסים, נטו בסך של 4,000 אלפי ש"ח.

מכפיל רווח נקי

שאלה א' - המשך

נדרש:

א. חשב את שווי ההון העצמי של חברת D ביישום מכפיל שווי השוק של ההון העצמי לרווח הנקי (P/E) – על פי ממוצע חברות ההשוואה.

נדרש א' - מכפיל שווי הון עצמי לרווח נקי				
(אלפי ש"ח)				
שם החברה				
שווי הון עצמי				
רווח נקי				
מכפיל רווח נקי				
מכפיל רווח נקי ממוצע				
רווח נקי בחברה D				
שווי ההון העצמי של חברה D				
	C	B	A	
נתון	3,000	18,000	9,000	
נתון	600	600	225	-
	5	30	40	
			25	
נתון			1,000	
			25,000	

- שווי חברה לפי מחירי בורסה הינו : 50 מיליון ש"ח.
- הרווח המייצג העדכני שלה הינו : 5 מיליון ש"ח.
- מכפיל הרווח לפיו נסחרת החברה הינו 10.
- מכפיל ממוצע וחציוני של 30 חברות דומות הינו 15.

מסקנות אפשריות:

1. מצבה של החברה פחות טוב (מבחינת היקף חוב פיננסי) מזה של שאר החברות הדומות בענף ולכן המכפיל שלה נמוך מהמכפיל הממוצע בענף.
2. שווי השוק של החברה יגדל משום שהמכפיל שלה צפוי להגיע מרמה של 10 לרמה של 15 - ולכן כדאי להשקיע בחברה.

□ שיטת המכפיל – הצגה

□ סוגי מכפילים נפוצים

□ מכפיל רווח נקי (P/E)

□ מכפיל EV/EBITDA

□ מודל הצמיחה של גורדון

□ מכפיל FCF

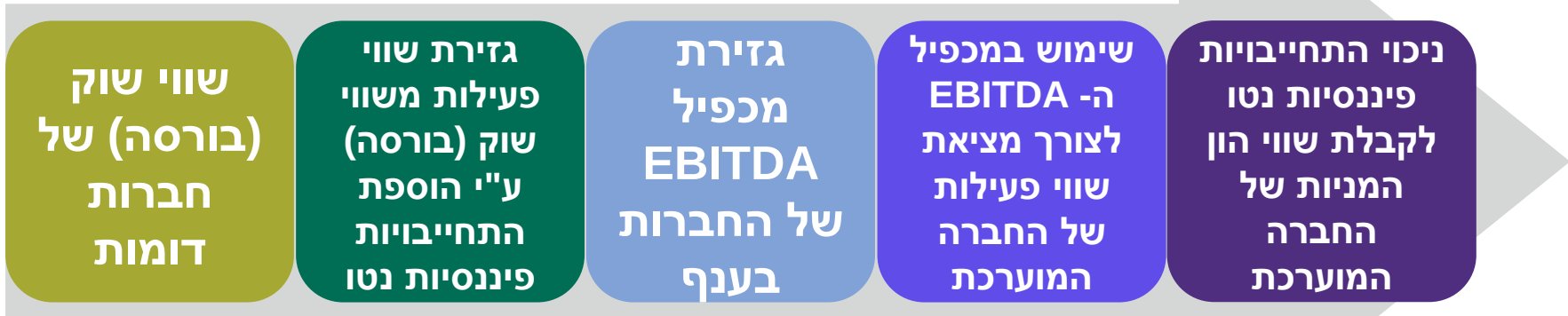
□ מכפילים יצירתיים

סוגי מכפילים נפוצים

מכפיל EV/EBITDA

- Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization – EBITDA. מחושב בדרך כלל על ידי סיכום של רווח תפעולי, פחת והפחתות נכסים בלתי-מוחשיים.
- רווחי ה-EBITDA נותנים תמונת מצב "תפעולית" יותר על ליבת העסקים של החברות. מכפיל ה-EBITDA (בניגוד למכפיל הרווח הנקי) מביא לידי ביטוי את הבדלי המינוף הפיננסי והפחת בין החברות שברצוננו להשוות.
- מכפיל ה-EBITDA משמש לצורך מציאת שווי הפעילות. יש לזכור לנכות התחייבויות פיננסיות נטו ולהוסיף נכסים עודפים !

מכפיל EBITDA



מכפיל רווח נקי (PE)



מכפיל EV/EBITDA

דוגמא

הערכת שווי רמי לוי בשיטת מכפיל ה- EBITDA

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

שופרסל רבוע כחול

4,424 2,210

1,621 3,988

6,045 **6,198**

שווי בורסאי ליום 2/5/2011

התחייבויות פיננסיות נטו ליום 31/12/2010

שווי פעילות

507 241

225 207

732 **448**

רווח תפעולי 2010

פחת והפחתות 2010

EBITDA

8.3 **13.8**

מכפיל EBITDA

11.0

מכפיל EBITDA ממוצע (מעוגל)

עמוד 95

מכפיל EV/EBITDA

דוגמא

הערכת שווי רמי לוי בשיטת מכפיל ה- EBITDA

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

רמי לוי

115

רווח תפעולי 2010

12

פחת והפחתות 2010

128

EBITDA

11.0

מכפיל EBITDA

1,406

שווי פעילות

(יתרת חובה)

-185

התחייבויות פיננסיות נטו ליום 31/12/2010

1,591

שווי הון המניות

1,749

שווי בורסה ליום 2/5/2011

כללי חישוב - חישוב מחולל השווי

סוגי מכפילים

■ ישנם 3 סוגי מכפילים :

1. **מכפיל ה-Forward** : מחושב על ידי מחולל השווי החזוי לתקופה הבאה
($EBITDA_{t+1}$, $FCFF_{t+1}$)

בד"כ ייאמד על ידי ממוצע של תחזיות האנליסטים

2. **מכפיל Trailing** : מחולל השווי הינו צבירה של 4 הרבעונים האחרונים

3. **מכפיל Current** : מחולל השווי מחושב על ידי הנתון השנתי האחרון

נוהג קיים עבור מכפילי current ו-trailing : **לעיתים** משום שנתונים כמו $FCFF$, $EBITDA$, $EBIT$ (פחות עבור Revenue) עשויים להכיל "רעשים" ("רעש חשבונאיי" או סעיפים חד פעמיים), במיוחד כאשר לא מבצעים התאמות כלכליות, נהוג להשתמש בערך ממוצע שלהם (נהוג לבחור בממוצע 3 השנים האחרונות כערך מייצג).

■ תיאורתית מכפיל ה-Forward הוא הטוב ביותר והוא גם מנטרל חלקית את בעיית הבדלי הצמיחה הצפויה בין חברות.

■ מעשית ישנה בעיית איסוף נתונים ולכן מכפיל זה אינו נפוץ.

עקביות בשימוש במכפילים

■ עקביות בהגדרת המכפיל:

במכפיל תפעולי : במונה יהיה EV ובמכנה מחולל של EV
במכפיל equity : במונה יהיה שווי הון עצמי במכנה מחולל מתאים
– טעות נפוצה : equity/sales

■ עקביות באמידת המכפיל:

כיצד חושב נשוא הערכת השווי
לפי שווי אחרון או ממוצע 3 חודשים
האם התבצעו ההתאמות הנחוצות (מזומנים, נכסים עודפים, זכויות מיעוט...)
האם בוצעו התאמות למחולל השווי
חכירות תפעוליות, הוצאות חד פעמיות, מיסים, R&D וכיו"ב
האם מדובר במכפיל Forward, Trailing, Current והאם נעשה מיצוע מסוים
■ **עקביות בשימוש:** אם אמדנו מכפיל רווח נקי Forward יש להכפילו ברווח הנקי החזוי.

שיטת המכפיל

קשרי גומלין בהערכות שווי

מכפיל
X EBITDA
EBITDA

=

מכפיל רווח
תפעולי X רווח
תפעולי

=

שווי
הפעילות

=

שווי
התחייבויות
פיננסיות, נטו

+

שווי ההון
העצמי

=

מכפיל רווח
נקי X רווח
נקי

מכפיל EBITDA

שאלה ב'

(10 נקודות) להלן נתונים בדבר 3 חברות בנות השוואה מייצגות הנסחרות בשוק הון הוגן ויעיל. (הנתונים מתייחסים לשנת 2007 או לתאריך 31.12.2007, בהתאם לעניין):

שם החברה	A	B	C
	(אלפי ש"ח)	(אלפי ש"ח)	(אלפי ש"ח)
הון עצמי במאזן	3,000	6,000	1000
רווח נקי	225	600	600
שווי שוק של ההון העצמי	9,000	18,000	3000
רווח תפעולי	400	900	150
פחת והפחתות	200	300	50
התחייבויות פיננסיות, נטו	(3,000)	(6,000)	(1,000)

(*) בחברות A, B, C ו-D לא קיימים נכסים עודפים.

בשנת 2007 היה לחברת D רווח נקי בסך של מיליון ש"ח, ו-EBITDA בסך של 800 אלפי ש"ח ובסוף השנה היו לה נכסים פיננסים, נטו בסך של 4,000 אלפי ש"ח.

מכפיל EBITDA

שאלה ב' - המשך

ב. חשב את שווי ההון העצמי של חברת D ביישום מכפיל השווי התפעולי ל-EBITDA על פי ממוצע חברות ההשוואה.

נדרש ב' - מכפיל שווי תפעולי ל-EBITDA					
					(אלפי ש"ח)
		C	B	A	שם החברה
	נתון	3,000	18,000	9,000	שווי הון עצמי
	נתון	1,000	6,000	3,000	התחייבויות פיננסיות, נטו
		4,000	24,000	12,000	שווי תפעולי
	רווח תפעולי + פחת והפחתות	200	1,200	600	EBITDA
		20	20	20	מכפיל שווי תפעולי ל-EBITDA

שווי ההון העצמי של החברה לפי ממוצע המכפילים של השווי התפעולי ל-EBITDA הינו:				
			20	מכפיל שווי תפעולי ל-EBITDA
		נתון	800	EBITDA של חברה D
			16,000	שווי תפעולי של חברה D
		נתון	4,000	נכסים פיננסיים, נטו
			20,000	שווי ההון העצמי של חברה D

מכפיל EBITDA

(\$ In Millions)

workiva

Hortonworks

New Relic

box

inovalon

apigee

shopify

Company Information ^(1,2)

Revs (Year of Pricing)	\$112	\$49	\$63	\$214	\$433	\$68	\$167
Revs (Forward)	\$140	\$82	\$104	\$280	\$530	\$87	\$224
YoY Est Rev Growth	25%	67%	65%	31%	22%	28%	34%
LT Growth	25%	50%	35%	38%	30%	30%	35%
# Quarters Profitability	NP	NP	NP	NP	7	NP	NP

Offering Information

Pricing Date	12/11/2014	12/11/2014	12/11/2014	1/22/2015	2/11/2015	4/23/2015	5/20/2015
Shares Offered	7.2	7.2	5.8	14.4	25.4	5.1	8.9
Offer Price	\$14.00	\$16.00	\$23.00	\$14.00	\$27.00	\$17.00	\$17.00
Relative to Range	In Range	Above	Above	Above	Above	In Range	Above
Amount Offered	\$101	\$115	\$132	\$201	\$685	\$87	\$151
% Secondary Stock	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Post-deal Market Cap	\$553.3	\$665.9	\$1,059.1	\$1,630.2	\$3,900.9	\$494.5	\$1,265.4
Subscription Level	5x	25x	30x	20x	20x	20x	35x

Pricing Multiples

Forward PE	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Forward EBITDA	NM	NM	NM	NM	18.3x	NM	NM
Forward Revs	2.7x	4.8x	5.7x	4.4x	6.9x	4.4x	5.9x
Valuation Methodology	2015 / 2016 Revs	2016 Revs	2016 Revs	2016 Revs	2016 Re	2016 Revs	2016 Revs

Aftermarket Performance

T+1	(1.8%)	64.9%	47.8%	65.9%	0.0%	(1.8%)	51.1%
T+30	14.0%	68.6%	47.2%	34.6%	1.9%	(7.9%)	NA
Current ⁽³⁾	(5.5%)	64.2%	42.3%	26.0%	(1.6%)	(17.4%)	60.0%

מכפיל EBITDA חיובי יחיד

Source: Jefferies, Enterprise Software Monthly_June2015

Security Management (\$ In Millions)

Company	Price	Equity	Enterprise	Revenue		Revenue Growth	
	5/29/2015	Value	Value ⁽³⁾	CY15	CY16	CY15	CY16
Security Management							
<u>Enterprise Focused Security Software Vendors</u>							
Barracuda Networks, Inc. (CUDA)	\$39.34	\$2,082	\$1,893	\$313	\$368	17.7%	17.7%
Check Point Software Technologies Ltd. (CHKP)	84.72	15,897	12,163	1,625	1,750	8.7%	7.6%
CyberArk Software, Ltd. (CYBR)	62.19	2,163	1,972	139	181	34.7%	30.5%
FireEye, Inc. (NASDAQGS:FEYE)	46.57	7,280	6,883	629	866	47.8%	37.6%
Fortinet Inc. (FTNT)	40.06	6,959	5,880	940	1,105	22.0%	17.6%
Imperva Inc. (IMPV)	60.81	1,861	1,618	206	250	25.7%	21.0%
Imprivata, Inc. (IMPR)	15.80	381	306	125	160	29.0%	27.6%

Company	EBITDA Margin		TEV / Revenue		TEV / EBITDA		P/E	
	CY15	CY16	CY15	CY16	CY15	CY16	CY15	CY16
Security Management								
<u>Enterprise Focused Security Software Vendors</u>								
Barracuda Networks, Inc. (CUDA)	26.7%	23.0%	6.1x	5.1x	22.7x	22.4x	NM	NM
Check Point Software Technologies Ltd. (CHKP)	55.6%	55.9%	7.5x	7.0x	13.5x	12.4x	21.2x	19.0x
CyberArk Software, Ltd. (CYBR)	17.2%	17.0%	14.2x	10.9x	NM	64.1x	NM	NM
FireEye, Inc. (NASDAQGS:FEYE)	(33.1%)	(16.3%)	10.9x	7.9x	NM	NM	NM	NM
Fortinet Inc. (FTNT)	17.1%	18.4%	6.3x	5.3x	36.6x	28.9x	NM	61.2x
Imperva Inc. (IMPV)	(7.2%)	(2.6%)	7.8x	6.5x	NM	NM	NM	NM
Imprivata, Inc. (IMPR)	(7.6%)	(0.9%)	2.4x	1.9x	NM	NM	NM	NM

Source: Jefferies, Enterprise Software Monthly_June2015

Enterprise Focused Security Software Vendors	TEV / EBITDA	
	CY15	CY16
Barracuda Networks, Inc. (CUDA)	22.7x	22.4x
Check Point Software Technologies Ltd. (CHKP)	13.5x	12.4x
CyberArk Software, Ltd. (CYBR)	NM	NM
FireEye, Inc. (NASDAQGS:FEYE)	NM	NM
Fortinet Inc. (FTNT)	36.6x	NM
Imperva Inc. (IMPV)	NM	NM
Imprivata, Inc. (IMPR)	NM	NM
Infoblox Inc. (BLOX)	35.2x	21.2x
MobileIron, Inc. (MOBL)	NM	NM
Palo Alto Networks, Inc. (PANW)	71.4x	40.8x
Proofpoint, Inc. (PFPT)	NM	NM
Qualys, Inc. (QLYS)	30.5x	23.9x
Splunk, Inc. (SPLK)	NM	NM
Varonis Systems, Inc. (VRNS)	NM	NM
VASCO Data Security International Inc. (VDSI)	16.5x	13.9x
Enterprise Focused Vendors Median	30.5x	23.1x

(\$ In Millions)

מדוע המכפיל של צ'ק פוינט כה נמוך?

□ שיטת המכפיל – הצגה

□ סוגי מכפילים נפוצים

□ מכפיל רווח נקי (P/E)

□ מכפיל EV/EBITDA

□ מודל הצמיחה של גורדון

□ מכפיל FCF

□ מכפילים יצירתיים

סוגי מכפילים נפוצים

מודל הצמיחה של גורדון

מודל הצמיחה של גורדון משמש למציאת הערך הפנימי של מניה בהתבסס על דיבידנדים עתידיים הגדלים בקצב קבוע. המודל נותן את הערך הנוכחי של סדרה אינסופית של דיבידנדים עתידיים.

$$V = \frac{E}{K - g} \quad \text{או בקירוב:} \quad V = \frac{(1-b) \cdot E}{K - g} \quad \text{נוסחת המודל היא:}$$

כאשר:

V - שווי החברה (הון עצמי)

K - מחיר ההון של החברה

g - שיעור צמיחה שנתי

E - אומדן הרווח המייצג

b - שיעור הרווח המושקע מחדש בעסק

□ שיטת המכפיל – הצגה

□ סוגי מכפילים נפוצים

□ מכפיל רווח נקי (P/E)

□ מכפיל EV/EBITDA

□ מודל הצמיחה של גורדון

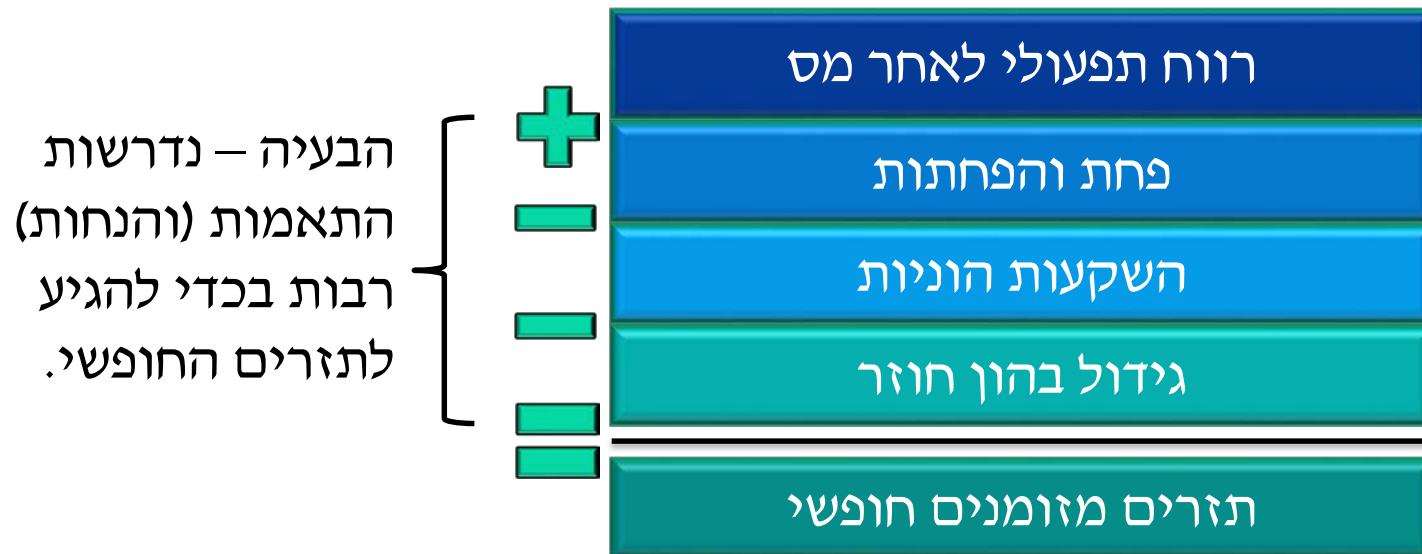
□ מכפיל FCF

□ מכפילים יצירתיים

סוגי מכפילים נפוצים

מכפיל FCF

- מודל הצמיחה של גורדון הוא הבסיס לשיטת מכפיל ה-FCF.
- FCF הוא תזרים המזומנים החופשי של החברה ולמעשה זהו הכסף שהחברה מייצרת. על כן ה-FCF הינו האינדיקטור הטוב ביותר לשווי הפעילות.
- להלן אופן חישוב ה-FCF:



סוגי מכפילים נפוצים

מכפיל FCF

$$\text{נוסחת המכפיל היא: } EV = \frac{FCF}{WACC - g} \text{ כאשר:}$$

EV - שווי הפעילות

$WACC$ – שיעור ההיוון

g - שיעור הצמיחה לטווח ארוך

מכפיל ה-FCF הינו פונקציה של שיעור ההיוון ושל שיעור הצמיחה. ככל ששיעור ההיוון גבוה יותר המכפיל קטן וככל ששיעור הצמיחה גבוה יותר המכפיל גדל.

□ שיטת המכפיל – הצגה

□ סוגי מכפילים נפוצים

□ מכפיל רווח נקי (P/E)

□ מכפיל EV/EBITDA

□ מודל הצמיחה של גורדון

□ מכפיל FCF

□ מכפילים יצירתיים

מכפילים יצירתיים

בתעשיות השונות

בהיעדר נכסים או הכנסות

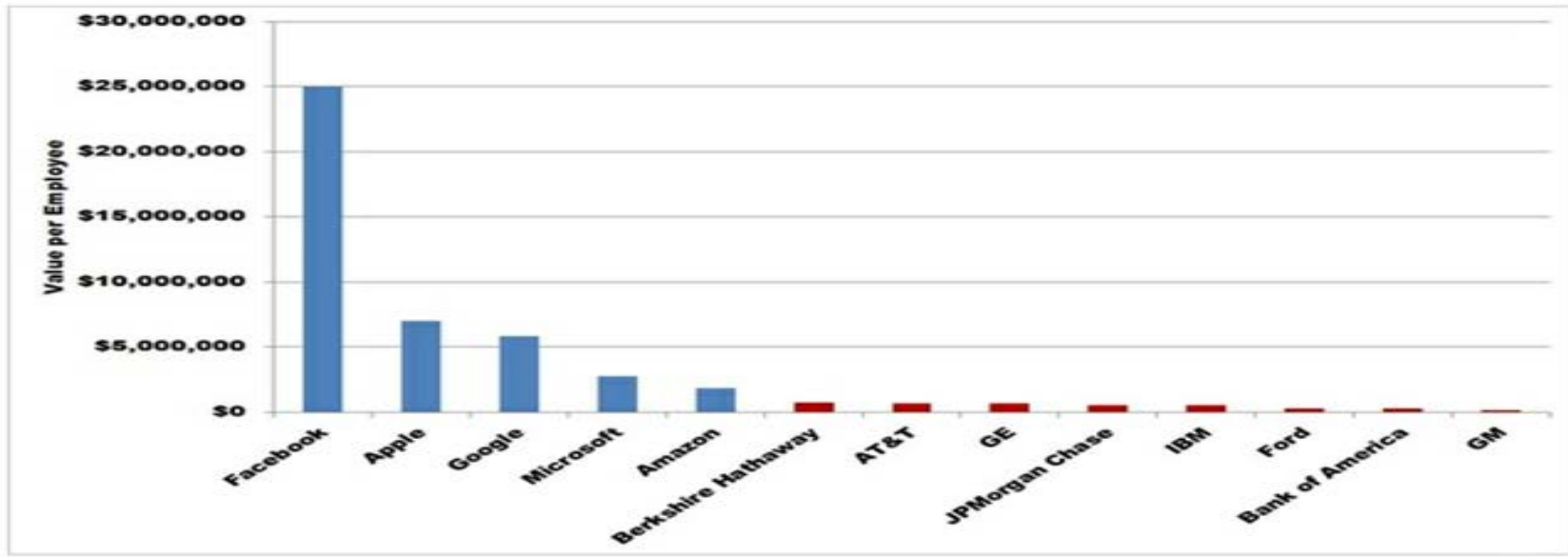
- במקרים בהם אין רווחים וקיימים מעט מאוד נכסים, נדרשת מאיתנו יצירתיות על מנת לאפיין מכפיל שווי מתאים.
- לרוב, מכפילים אלו מיושמים בחברות סטארט-אפ וחברות עתירות טכנולוגיה.

דוגמאות מענפים שונים

- רשתות קמעונאות : מכפיל פדיון למ"ר
- בתי השקעות / קופות גמל : מכפיל נכסים מנוהלים
- מסעדות : מכפיל הכנסה לשולחן
- חברות תעופה : מכפיל EBITDAR
- מלונאות : מכפיל שווי לחדר
- בתי חולים : מכפיל שווי למיטה
- מספרות : מכפיל הכנסה לכיסא

מכפילים יצירתיים

לדוגמא - מכפיל שווי לעובד

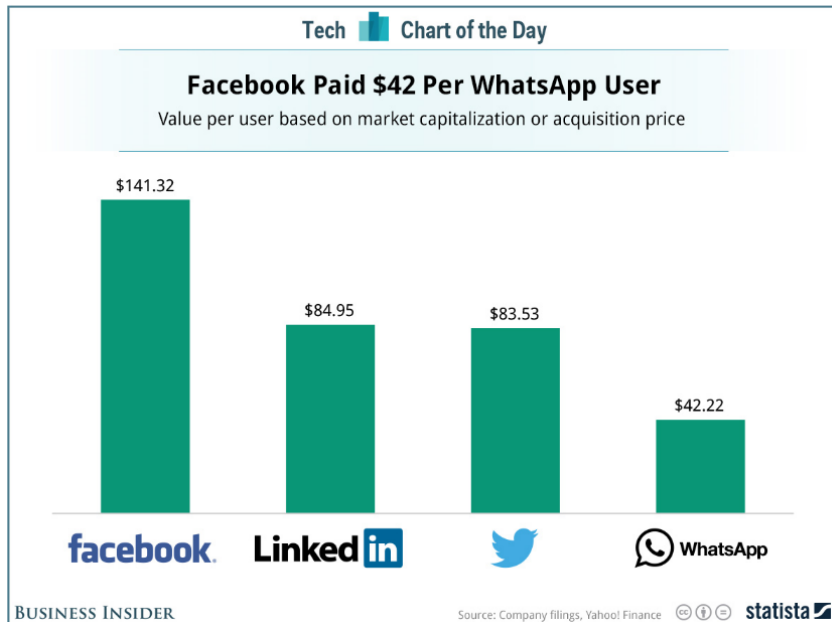


<http://www.theatlantic.com/business/archive/2012/04/instagram-is-now-worth-77-million-per-employee/255640/>

■ בעסקת רכישת Instagram נוצר מכפיל שווי לעובד של 77 מיליון דולר. פי 3 ממכפיל השווי לעובד בפייסבוק או פי 15 ממכפיל זה בחברות אפל או גוגל.

- The new Web economy, which draws its value not from employees making hardware but from users employing software, operates with a totally different valuation calculus than AT&T or Microsoft.
- There's an old saying, "if you're not buying the product, you're the product." Instagram and Facebook are free. They're valuable because they're selling (or have the potential to sell) so much of you.

מכפילי שווי לעובד מול מכפיל שווי למשתמש : עסקת WhatsApp



Face Value		
How the sale of WhatsApp compares to some recent deals for well-known brands		
Company (date announced)	Deal value*	Estimated cost per employee
WhatsApp (2014)	\$19 billion	\$345 million
Publicis Groupe (2013)	17.6	\$0.3
Beam (2014)	14.0	\$4.2
Motorola Mobility (2011)	12.9	\$0.7
NYSE Euronext (2012)	11.1	\$3.6
Constellation Energy (2011)	7.5	\$1.0

*excluding debt Sources: the companies; Dealogic

2009	Year the messaging service was founded
\$60 million	Amount of venture capital it has raised (from Sequoia)
99¢	Annual cost of WhatsApp service (free for first year)
55	Number of employees including 32 engineers
450 million	Number of monthly users
70%	Percentage of users that are active daily

The Wall Street Journal

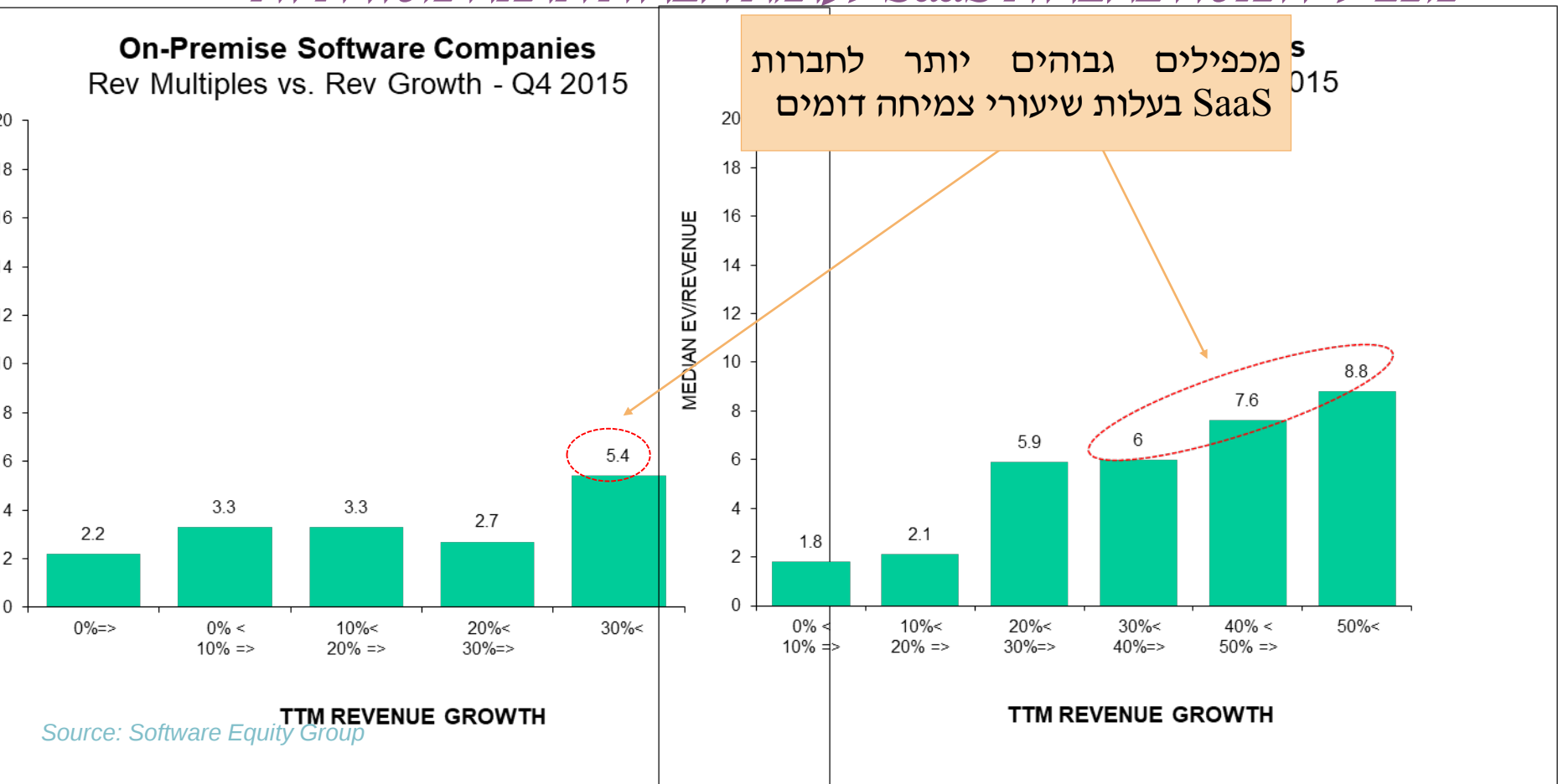
<http://www.businessinsider.com/price-per-user-for-whatsapp-2014-2>

<http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304914204579393452029288302>

רכישת WhatsApp בוצעה לפי מכפיל גבוה מאוד לעובד אך לפי מכפיל נמוך יחסית למשתמש. ניתן להסביר זאת בכך שפייסבוק (הרוכשת) זיהתה כי ההכנסות מלקוחות WhatsApp אינן אפקטיביות וניתן להגדילן.

מכפילים יצירתיים

מכפילי הכנסה בחברות SaaS לעומת חברות תוכנה מסורתיות



ניתן לראות שבכל רמת צמיחה מעל 20%, מכפיל ההכנסות בחברות מבוססות SaaS גבוה יותר ממקביליהן המסורתיות.

תודה על ההקשבה!

המידע המוצג כאן הינו בעל אופי כללי ואינו מיועד לענות על הצרכים הייחודיים של כל יחיד או ישות. אף על פי שאנו משתדלים לספק מידע מדויק וזמין, אין באפשרותנו להבטיח את עדכניות המידע ביום בו הוא מתקבל וכן כי המידע ימשיך להיות מדויק גם בעתיד. אין לפעול לפי המידע המוצג ללא ייעוץ מקצועי מתאים לאחר בדיקה מקיפה ויסודית של המצב הספציפי.

KPMG International אינה מספקת שירותים ללקוחות. לאף פירמה החברה ברשת אין סמכות לחייב את KPMG International או כל פירמה אחרת החברה ברשת כלפי צדדים שלישיים ול-KPMG International אין סמכות כזו לחייב כל פירמה החברה ברשת.