

האוניברסיטה העברית בירושלים

בית הספר למנהל עסקים מיסודם של דניאל ורפאל רקאנטי

הערכת שווי חברות

ערן בן חורין וניר יוסף

מצגת מס' 4 – חיזוי תזרים המזומנים החופשי, חלק
ראשון

שעת סיפור



שעת סיפור - בבילון

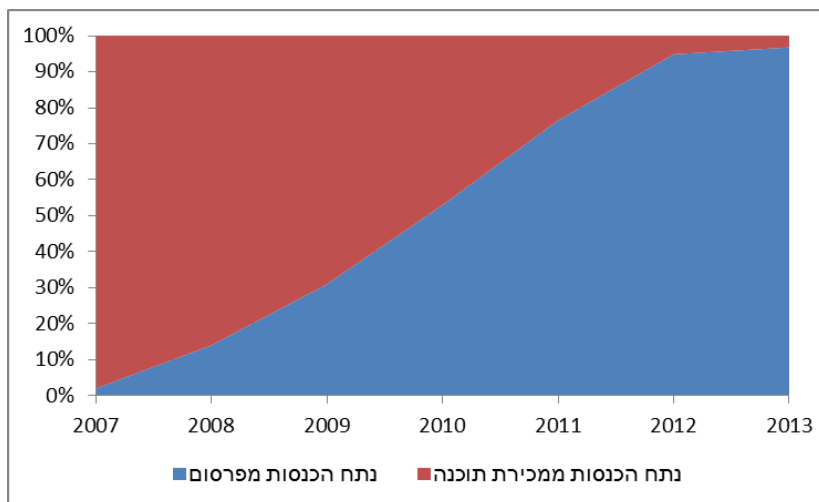


• מתוך דוחות 2013 של בבילון:

פעילותה העיקרית של החברה

בבילון בע"מ הינה חברת אינטרנט בינלאומית העוסקת בפיתוח, שיווק ומכירה של פתרונות תוכנה בתחום החיפוש והתרגום. החברה משרתת כיום עשרות מיליוני משתמשים פרטיים ועסקיים, המשתמשים בפתרונות החיפוש ובתוכנת התרגום על גבי המחשב והסלולר.

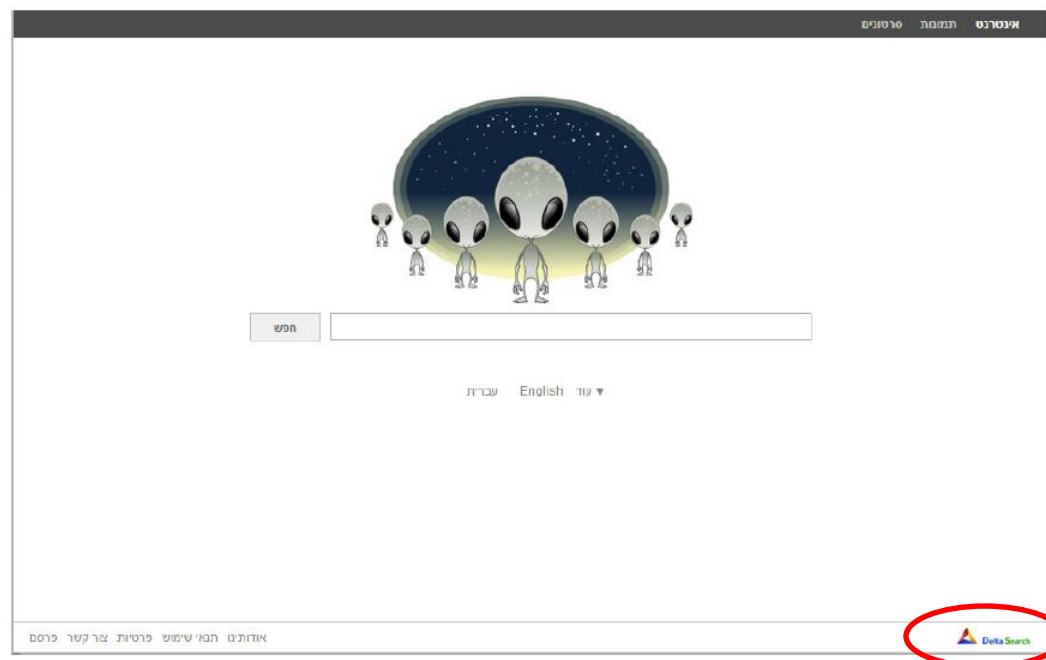
• האמנם?



שעת סיפור - בבילון



- אז איך בבילון מרוויחה?
- מתוך דוחות 2013 של החברה:



זכרו את האליפסה הזו

שעת סיפור – בבילון



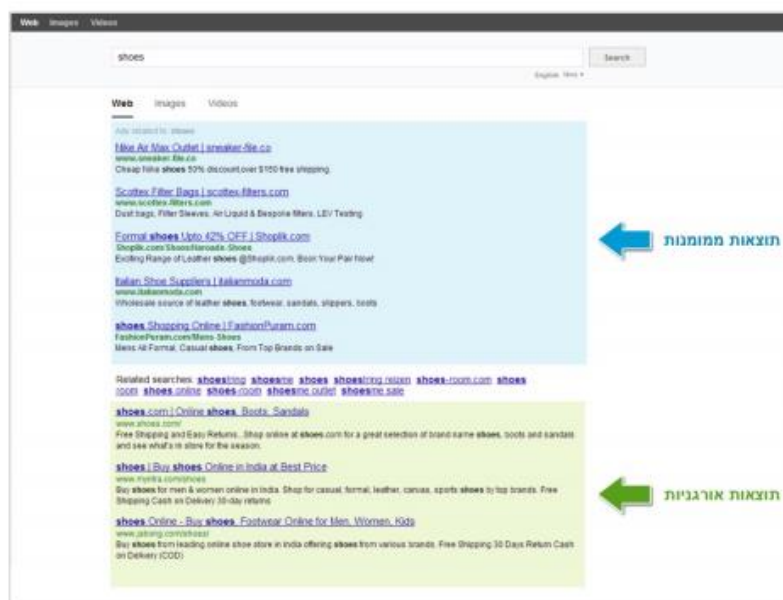
- איך זה עובד?
- בבילון מותקנת על המחשב. ייתכן שהמשתמש התכוון להתקין אותה, וייתכן שהיא צורפה להתקנה של תוכנה אחרת (Bundling)
- יחד עם ההתקנה, אם המשתמש לא בוחר אחרת, מותקן סרגל הכלים של בבילון שמשתלט על מנוע החיפוש של הדפדפן:





שעת סיפור – בבילון

- ואיך מרוויחים מזה? פשוט:

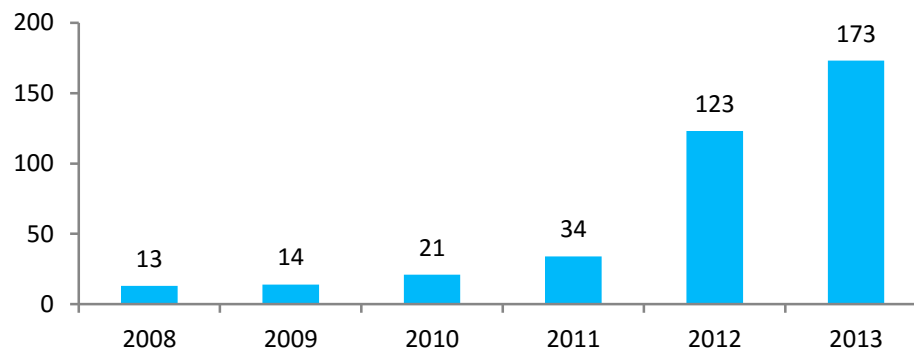


- מנוע החיפוש מרוויח מ"קליקים" על המודעות, וחולק את הרווחים עם יצרן סרגל הכלים שכפה על המשתמש לחפש בו מלכתחילה

שעת סיפור – בבילון



- ובבילון אכן הרוויחה:



- ואף תכננה הנפקה בארה"ב:

**בלעדי ל"כלכליסט" - מנכ"ל בבילון נפגש עם
חתמים; המטרה: הנפקת החברה בנאסד"ק**

אלון כרמלי קיים סבב פגישות עם בנקי השקעות זרים, ובראשם UBS
ודויטשה בנק. טווח שווי ההנפקה: 450 מיליון דולר עד מיליארד דולר



שעת סיפור – בבילון

- האנליסטים היללו:

- דה מרקר (22.2.2012):

ואולם כששואלים את ערן יעקבי נתקלים בתשובה ברורה: "בבילון זה לא בועה. היא מייצרת כסף אמיתי לחלוטין", מסביר יעקבי, שהעניק מחיר יעד של 42 שקל למניה, גבוה ב-50% ממחיר השוק. "המוצר של בבילון הוא לא טרנד אפנתי שתופס תאוצה, אלא מוצר שמראה בעקביות גידול מרשים הן ברווחים והן בתזרים שנכנס לחברה".

גם לעתיד הרחוק יותר צופה יעקבי תמונה ורודה. "לבבילון צפוי אופק חיובי וזאת בעיקר הודות לעובדה שהחברה 'הוכת' על מספר גלים שאנו צופים שרק יתעצמו בעתיד הקרוב והבינוני גם יחד", הוא מסביר. היתרונות שהוא מונה לחברה הם המשך חדירת האינטרנט לשווקים שאינם דוברי אנגלית, הצורך הגובר בתרגום והמשך מגמת הצמיחה בעולם הפרסום האינטרנטי.

- דה מרקר (31.7.2012):

בנק אגוד מעלה מחיר יעד לבבילון ב-72% ל-72 שקל למניה

היום דיווחה בבילון על חוץ נקי של 22.8 מיליון שקל, פי 10 מהרווח הנקי ברבעון המקביל אשתקד ■ בני דקל, בחקוראז' בנק אגוד: "בבילון מגדירה מחדש שיאים של צמיחה"



שעת סיפור – בבילון

- מאחר וכל משתמש שווה לא מעט כסף, ועלויות האחזקה שלו נמוכות, שם המשחק הוא להביא כמה שיותר משתמשים, או ליתר דיוק, למקסם את פונקציית הרווח הבאה:

$$\text{User Value} - \text{Cost of Acquisition}$$

- כשכל כך הרבה כסף על השולחן, במקביל לבבילון קמו עוד עשרות חברות, רבות מהן ישראליות, שגם הן רצו נתח מהעוגה. מתחרות ישירות, כגון פריון (בעבר אינקרדימייל), קונדואיט (כיום מאוחדת עם פריון) ו-AVG, וחברות משלימות, כגון איירון סורס ו-Open Candy. סיפורה של בבילון הוא אפוא סיפורו של כל ה-Download Valley.

שעת סיפור – בבילון



- וורן באפט אוהב להגדיר סיכון בצורה הבאה:

What are the odds that this investment could fail because of catastrophe risk?

- מה דעתכם?



שעת סיפור – בבילון

• השתלשלות האירועים, בקצרה:

- דצמבר 2012 – גוגל מפרסמת סט הנחיות חדש, ואוסרת על מנגנון Opt-out והערמת קשיים על משתמשים שמעוניינים בהסרת התוכנה. כמו-כן, הפצה עתידית של כרום תיתן למשתמש אופציה להסיר סרגלי כלים קיימים.
- במקביל, בדצמבר 2012 קיבלה בבילון מכתב אזהרה על כך שהיא איננה עומדת בתנאי ההסכם שנקבעו.
- בתחילת 2013 בבילון מקימה "ישות בת" בשם delta-search, שע"פ פרסומים בעיתונות, מרכזת את פעילותה של בבילון מול יאהו – מאחר והפעילות היא מול יאהו בלבד, אין הישות חייבת לעמוד בתקנות החדשות של גוגל.
- באוקטובר 2013 קיבלה בבילון מכתב אזהרה מיאהו.
- באוקטובר 2013 הודיעה גוגל לבבילון שבכוונתה לסיים את ההתקשרות בין השתיים בתוך חודש ימים.
- ההתקשרות עם יאהו עדיין נמשכת

שעת סיפור – בבילון



- השתלשלות האירועים, בקצרה:



שעת סיפור – בבילון

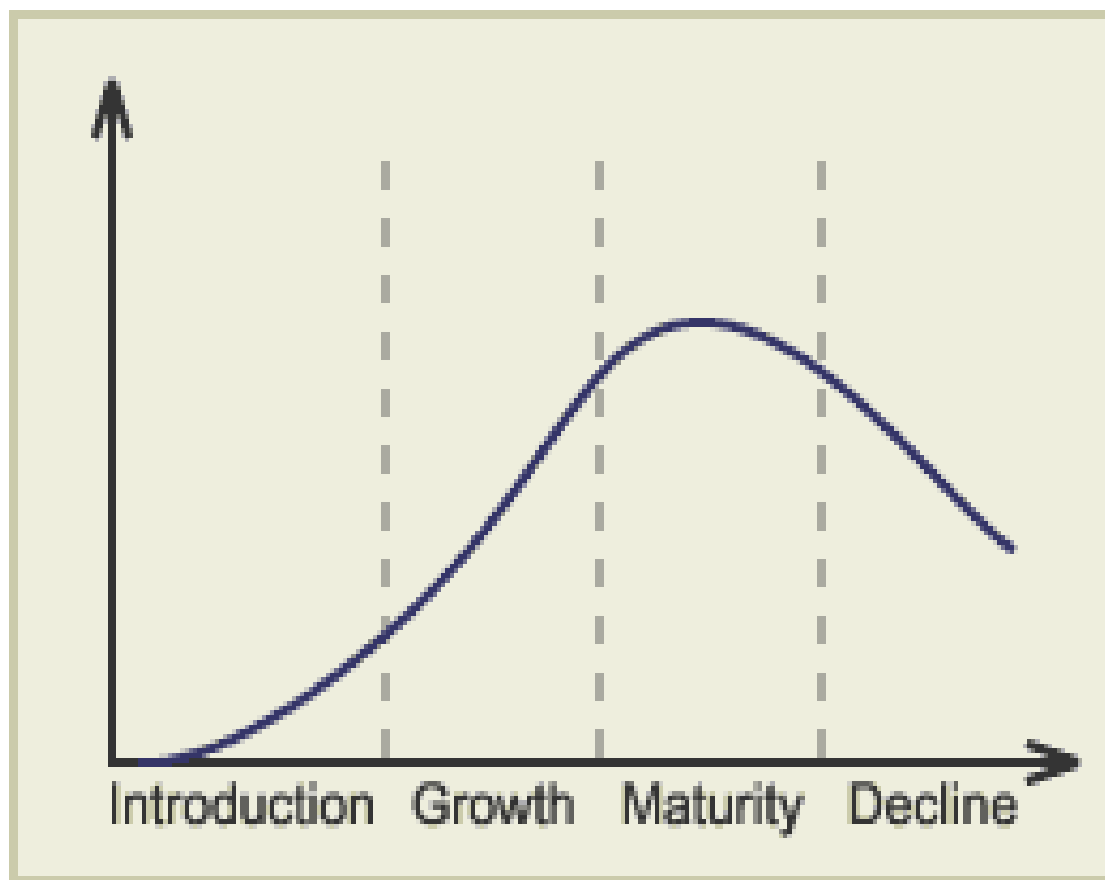


- למידע נוסף, ודיונים מעמיקים יותר מאלה שהתקיימו באותה תקופה בחדרי הישיבות של בנק אגוד ומערכת דה מרקר, חפשו את המילה "בבילון" באתר www.buysidemetrics.com *

* למקסום ההנאה מסדרת הפוסטים של אורי, קראו את הפוסטים לפי סדרם הכרונולוגי

בחזרה לקורס... 

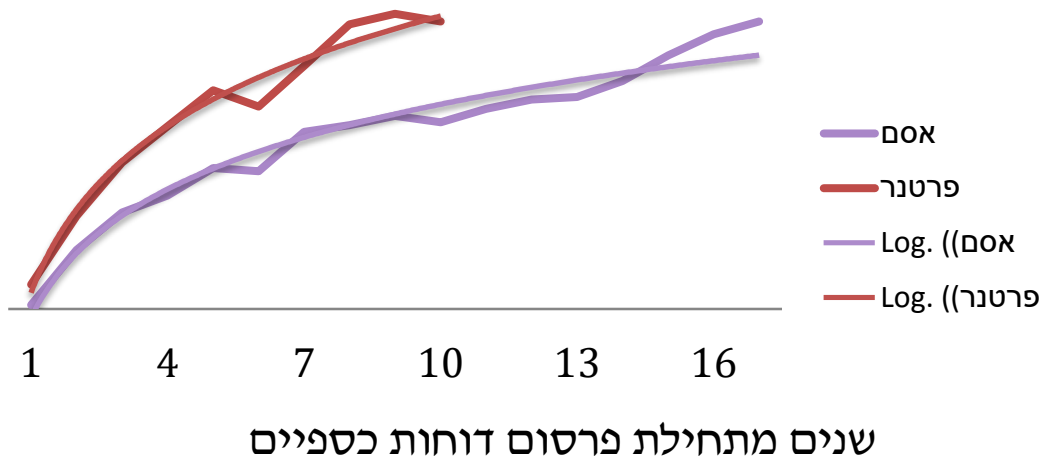
מחזור חיים של חברה, בתיאוריה



כמה מילים על צמיחה (או: ולפעמים החגיגה נגמרת...)

1. מגבלת גודל השוק

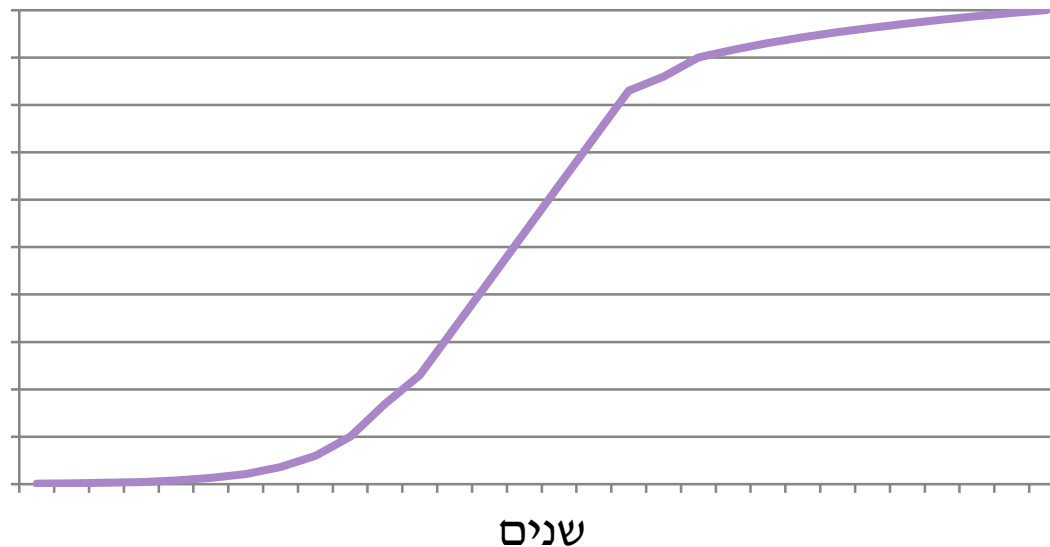
מחזור המכירות של אסם ופרטנר כפונקציה של
מספר השנים שחלפו מאז החלו לפרסם את
דוחותיהן הכספיים



כמה מילים על צמיחה (או: ולפעמים החגיגה נגמרת...)

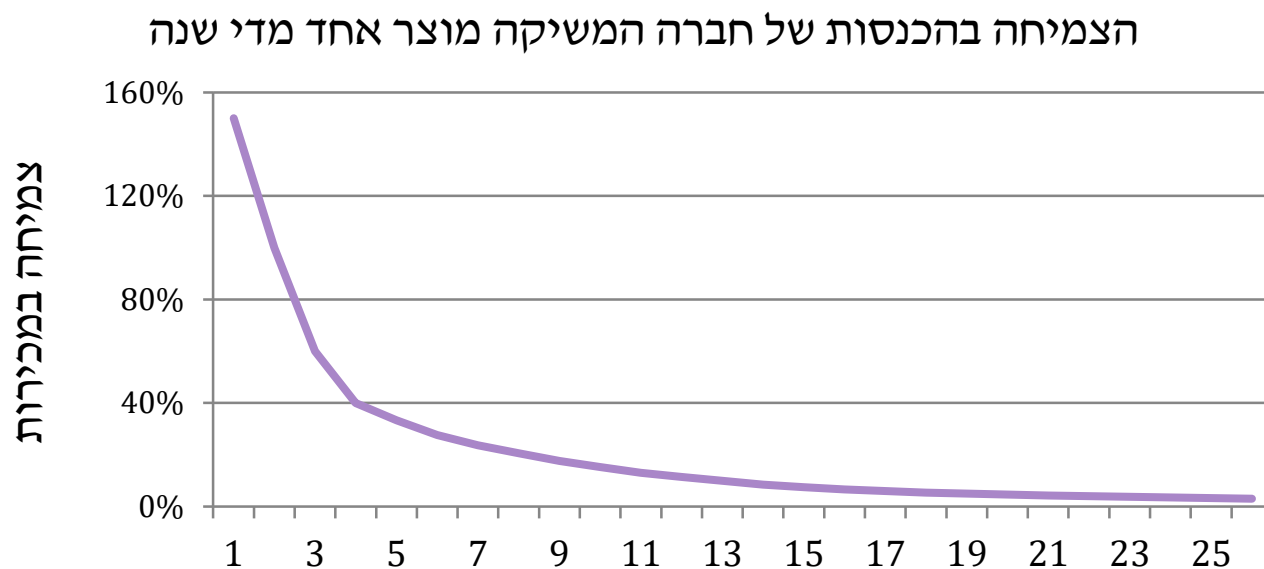
2. אורך חיי המוצר וקצב ההשקה של מוצרים מחליפים

מחזור החיים של מוצר רגיל



כמה מילים על צמיחה (או: ולפעמים החגיגה נגמרת...)

2. אורך חיי המוצר וקצב ההשקה של מוצרים מחליפים



ככל שחולף הזמן ויותר מוצרים "וותיקים" נמצאים בשלב הדעיכה שלהם, השקת מוצר יחיד מדי שנה איננה מספיקה בכדי לשמר את שיעור הצמיחה הגבוה ששרר בשנים הראשונות. שיעור הצמיחה שואף באינסוף לשיעור הצמיחה של המוצרים הוותיקים, במקרה הזה 3%.

על טווח קצר וטווח ארוך

- כאמור, הטווח הקצר כולל את השנים בהן יש לבצע תחזית מפורטת לגבי תזרים המזומנים הצפוי של החברה. ככלל, ניתן לומר כי יש לבצע תחזית מפורטת לשנים בהן תזרים המזומנים צפוי להשתנות (לצמוח או לדעוך) בקצב משתנה, עד להגעתו למצב של "שיווי משקל", בו קצב ההשתנות שלו הנו קבוע מדי שנה.
- הטווח הארוך כולל את השנים בהן החברה מצויה במצב של יציבות תפעולית (Steady State).

על טווח קצר וטווח ארוך

שיקולים לקביעת אורכו של הטווח הקצר

- יכולת החברה לשמור על יתרון תחרותי
- סוג החברה
- גודל החברה
- חסמי כניסה בענף בו פועלת החברה

חיזוי שורת ההכנסות בשיטת Top-Down

* לפני שנתחיל, חשוב לזכור: שורת ההכנסות היא במרבית המקרים הפרמטר בעל ההשפעה הגדולה ביותר על שווי הפעילות המתקבל.

כיצד נבצע את שיטת Top-Down (מלמעלה למטה)?

1. חיזוי גודל השוק

2. חיזוי נתח השוק בו תחזיק החברה (מתבסס רובו

ככולו על ניתוח אסטרטגי של החברה, כולל ה-ROIC שלה).

חיזוי ההוצאות התפעוליות (ללא פחת)

1. חיזוי פרטני של ההוצאות התפעוליות
2. חלוקה להוצאות קבועות ומשתנות
3. חיזוי שיעור ה-EBITDA של החברה

בד"כ נבחר באופציה השלישית

חיזוי הוצאות הפחת

1. חיזוי פרטני של הוצאות הפחת

2. חיזוי הוצאות הפחת כאחוז מסעיף רכוש קבוע נטו

בד"כ נבחר באופציה השנייה

חיזוי שיעור המס

סוגיה סבוכה למדי.

הנחת הקורס היא ששיעור המס של החברה הוא
שיעור המס השולי שלה.

בד"כ יהיה זה שיעור המס החברות, אבל לא תמיד...

חיזוי ההשקעות ההונית (CapEx)

ישנם שני סוגים של השקעות הוניות:

- השקעות לצורכי שמירה על הקיים (Maintenance CapEx) - ההנחה הרווחת היא שהן שוות להוצאות הפחת.
- השקעות לצורך צמיחה (Growth CapEx).

אז איך חוזים את ההשקעות ההוניות שיידרשו?

1. חיזוי פרטני של סך ההשקעות ההוניות שיידרשו.

2. חיזוי רכוש קבוע נטו כאחוז מההכנסות.

השינוי משנה לשנה יהיה ההשקעות ההוניות הדרושות לצמיחה;

ההשקעות הדרושות לצמיחה על הקיים שוות להוצאות הפחת. לסיכום:

$$Total\ CapEx = Maintenance\ Capex + Growth\ Capex$$

חיזוי ההשקעות ההונית (CapEx)

דוגמה למעגל השקעות-פחת כאשר חוזים את יתרת הפתיחה של הרכוש הקבוע

נטו כשיעור קבוע מההכנסות:

שנה 4	שנה 3	שנה 2	שנה 1	
130	120	110	100	הכנסות
104	96	88	80	יתרת פתיחה – ר"ק נטו (80% מההכנסות)
...	(28.8)	(26.4)	(24)	הוצאות פחת (30% מ.פ. רכוש קבוע)
...	36.8	34.4	$88+24-80=32$	השקעה ברכוש קבוע (P.N)
...	104	96	88	יתרת סגירה – ר"ק נטו

שנה 3	שנה 2	שנה 1	
36.8	34.4	32	השקעה ברכוש קבוע
28.8	26.4	24	<i>Maintenance Capex</i>
8	8	8	<i>Growth Capex</i>

חיזוי ההשקעות ההונית (CapEx)

בהמשך לדוגמה – נניח כי שיעור ה- EBITDA עומד על 50% בשנה 1, 55% בשנה 2 ו- 60% בשנה 3. שיעור המס עומד על 25% וכי אין השקעות כלשהן בהון חוזר:

שנה 3	שנה 2	שנה 1	
120	110	100	הכנסות
60	52.8	45	EBITDA
(28.8)	(26.4)	(24)	הוצאות פחת
31.2	26.4	21	רווח תפעולי
(7.8)	(6.6)	(5.25)	הוצאות מס
23.4	19.8	15.75	NOPLAT
28.8	26.4	24	הוספת פחת
(36.8)	(34.4)	(32)	השקעות הוניות
0	0	0	השקעות בהון חוזר
15.4	11.8	7.75	תזרים מזומנים חופשי מפעילות
96	88	80	י.פ קפיטל
104	96	88	י.ס קפיטל
34.19%	40.4%	$8 \div 15.75 = 50.79\%$	שיעור ההשקעות

חיזוי ההשקעות ההונית (CapEx)

בהמשך לדוגמה – נניח כי שיעור ה- EBITDA עומד על 50% בשנה 1, 55% בשנה 2 ו- 60% בשנה 3. שיעור המס עומד על 25% וכי אין השקעות כלשהן בהון חוזר:

שנה 3	שנה 2	שנה 1	
120	110	100	הכנסות
60	52.8	45	EBITDA
(28.8)	(26.4)	(24)	הוצאות פחת
31.2	26.4	21	רווח תפעולי
(7.8)	(6.6)	(5.25)	הוצאות מס
23.4	19.8	15.75	NOPLAT
28.8	26.4	24	הוספת פחת
(36.8)	(34.4)	(32)	השקעות הוניות
0	0	0	השקעות בהון חוזר
15.4	11.8	7.75	תזרים מזומנים חופשי מפעילות
96	88	80	
104	96	88	
34.19%	40.4%	$8 \div 15.75 = 50.79\%$	

הקפיטל משתנה לפי סך ההתאמות שעשינו בין שורת ה- NOPLAT לשורה התחתונה, במקרה של שנה 1:
 $32 - 24 = 8$
 (זהו גם גובה השקעות הצמיחה)

חיזוי ההשקעה בהון חוזר תפעולי

- גישת ה-Flows:

$$\frac{\Delta(\text{הון חוזר תפעולי})}{\Delta(\text{הכנסות})}$$

- גישת ה-Stocks:

גודלו ההון החוזר נחזה כאחוז קבוע מסך ההכנסות. השינוי בהון החוזר משנה לשנה הוא ההשקעה שתידרש בהון חוזר.

- לרוב נבחר להשתמש בגישת ה-Stocks

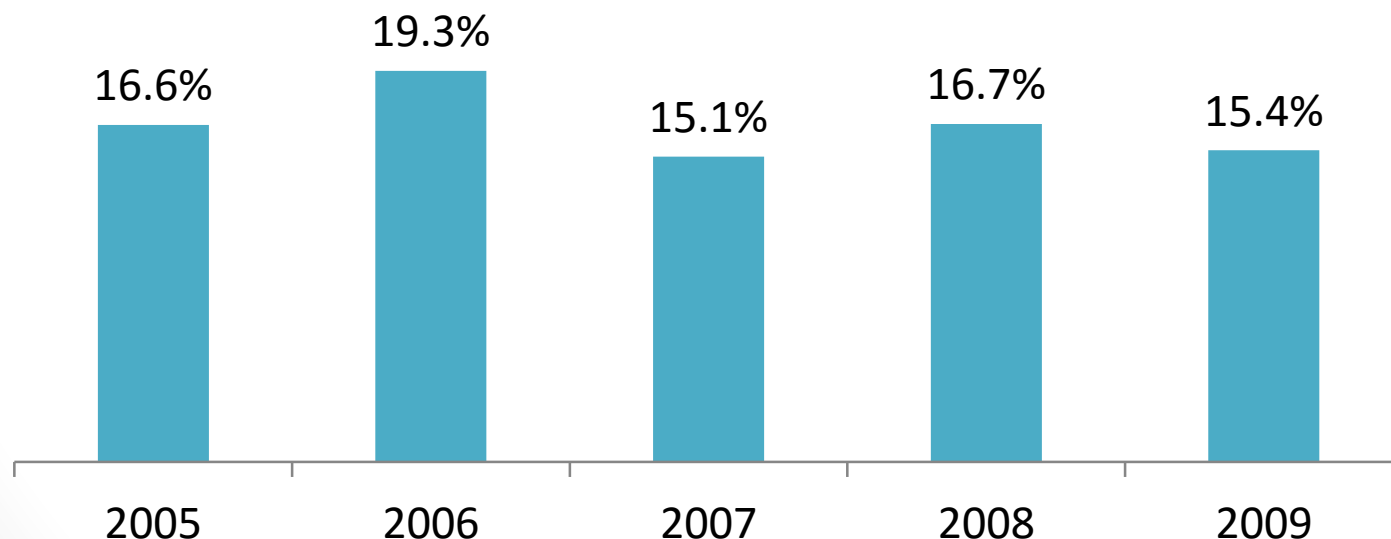
"איך זה נגמר? בסוף כולם יודעים..."

עבור חברת אסם (מתוך פרק 4):

שנה מייצגת	2014E	2013E	2012E	2011E	2010E	
4,695	4,496	4,295	4,101	3,891	3,619	מכירות
742	710	679	673	657	630	EBITDA מתואם
(175)	(168)	(160)	(153)	(144)	(135)	פחת
567	543	518	520	513	494	EBITA
(99)	(111)	(111)	(117)	(119)	(115)	מסים תפעוליים
467	431	407	403	394	379	NOPLAT מתואם
ייקבע במצגת הבאה	128	122	117	111	103	הוספת הפחת (ר"ק)
	(191)	(183)	(183)	(196)	(163)	השקעות הוניות (ר"ק)
	(19)	(18)	(20)	(25)	(14)	השקעות הוניות (נכס חכירה)
	(22)	(21)	(23)	(30)	(104)	השקעה בהון חוזר תפעולי
	328	307	294	254	202	תזרים מזומנים חופשי מפעילות

וידוא עקביות – חישוב התשואה המשתמעת על הקפיטל

חשוב מאוד לוודא שהתחזית שלנו עקבית עם ההיסטוריה התפעולית של החברה, במיוחד בכל הקשור למדדי ביצוע דוגמת ROIC. אפשר גם שלא, אבל אז נצטרך להכין נימוק משכנע במיוחד לכך... במקרה של הערכת השווי שלנו לאסם:



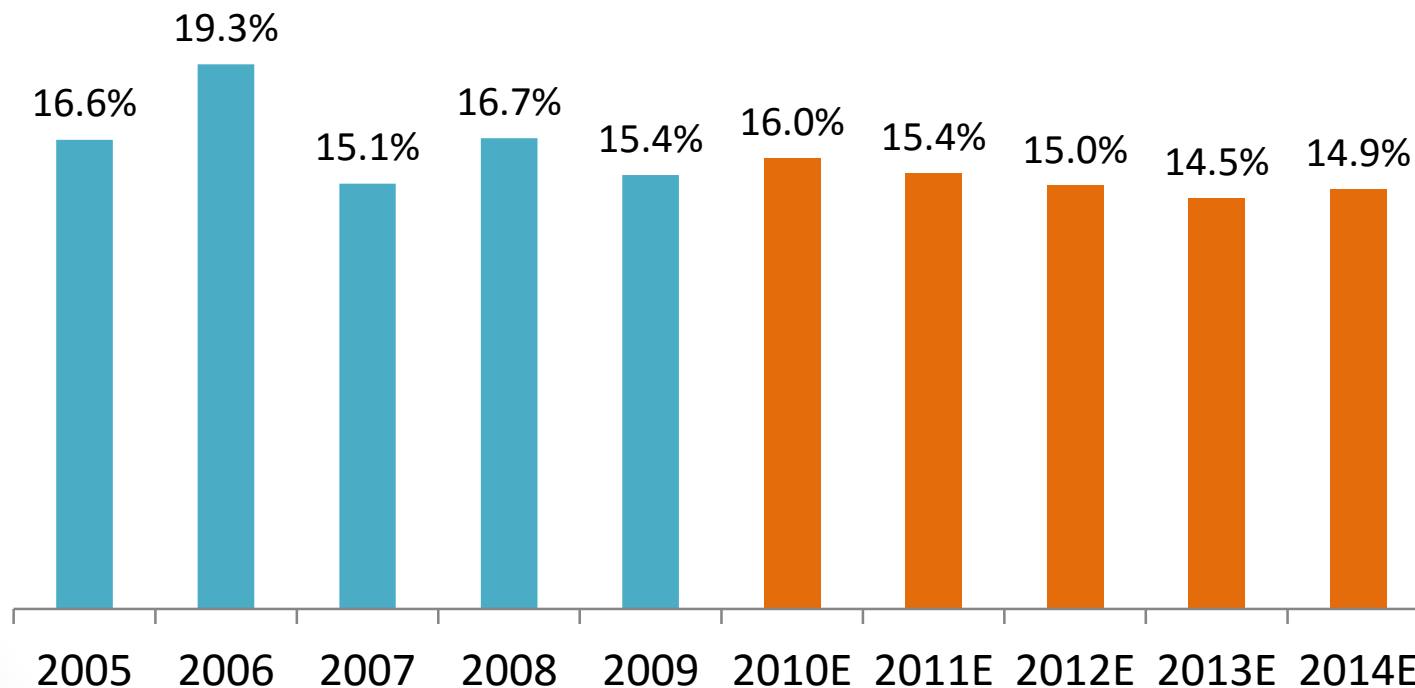
וידוא עקביות – חישוב התשואה המשתמעת על הקפיטל

חישוב התשואה המשתמעת על הקפיטל בתחזית שלנו:

E2014	E2013	E2012	E2011	E2010	
2,902	2,802	2,693	2,553	2,375	קפיטל תחילת שנה
(128)	(122)	(117)	(111)	(103)	פחת
191	183	183	196	163	השקעות הוניות
19	18	20	25	14	השקעה בנכס חכירות
22	21	23	30	104	השקעה בהון חוזר
3,006	2,902	2,802	2,693	2,553	קפיטל סוף שנה
431	407	403	394	379	NOPLAT
14.9%	14.5%	15.0%	15.4%	16.0%	ROC משתמע

וידוא עקביות – חישוב התשואה המשתמעת על הקפיטל

השוואה לעבר:



וידוא עקביות – חישוב התשואה המשתמעת על הקפיטל

מה עלול לקרות כאשר שוכחים לחשב את התשואה המשתמעת על הקפיטל?

במרץ 2007 ניסה (והצליח) עמית ברגר למזג את פעילותה של חברת טיב-טעם, אותה רכש קודם לכן לפי שווי של 446 מיליון ש"ח, לתוך שלד בורסאי בשם וורלד גרופ, בכפוף להקצאת השליטה בוורלד גרופ "החדשה" לבעלי השליטה הנוכחיים של טיב טעם. בכך, ברגר למעשה הופך את טיב טעם לחברה ציבורית וזאת מבלי לצאת בהנפקה ראשונית (IPO), על כל העלויות הכרוכות בכך (תשקיף, חיתום וכו').

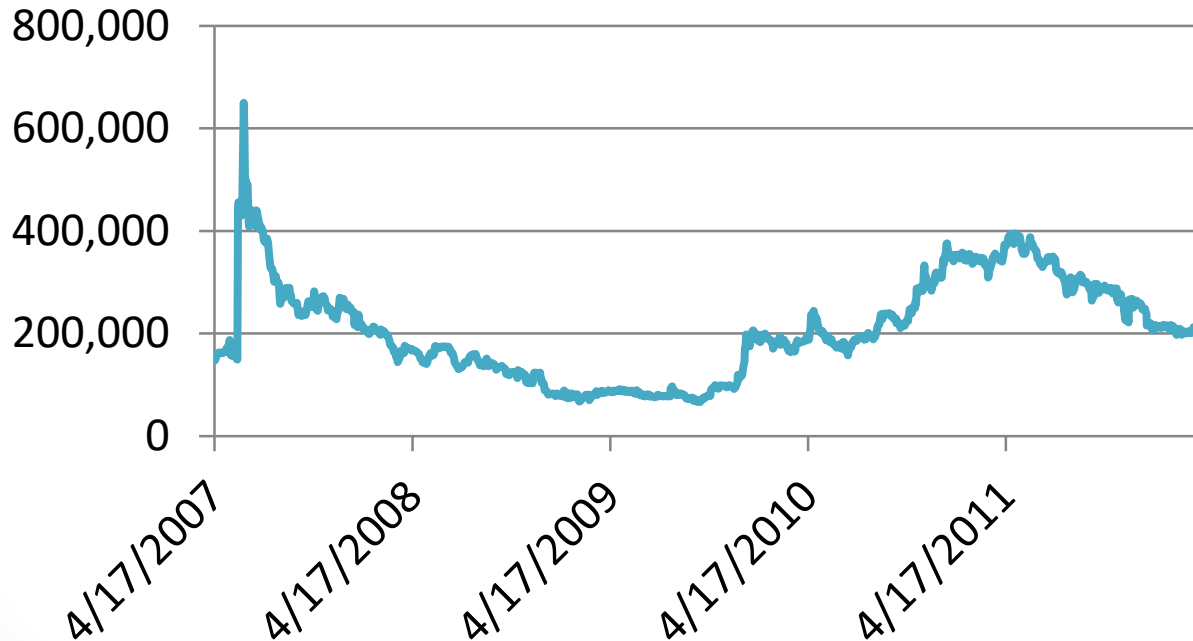
לפרטים נוספים:

<http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000192403>

וידוא עקביות – חישוב התשואה המשתמעת על הקפיטל

גיזה-זינגר-אבן מצאה כי שוויה של טיב טעם הינו 446 מיליון ש"ח. המציאות מספרת סיפור מעט שונה, אבל זו לא הנקודה.

**שווי השוק של טיב טעם בחמש השנים
האחרונות, במיליוני ש"ח**



וידוא עקביות – חישוב התשואה המשתמעת על הקפיטל

הערכת השווי של גיזה:

2012	2011	2010	2009	2008	2007	
2,001,234	1,939,550	1,789,300	1,557,401	1,351,830	1,127,805	סה"כ הכנסות
603,721	584,568	535,821	460,296	392,493	317,040	סה"כ רווח גולמי
101,446	97,451	80,207	54,962	34,486	12,952	רווח מפעולות רגילות
27,390	26,312	21,656	15,389	4,104	0	מס
74,055	71,139	58,551	39,572	30,382	12,952	רווח נקי בלתי ממונף
26,708	26,708	26,708	25,912	24,535	23,777	החזר פחת
(26,708)	(27,166)	(39,847)	(48,495)	(52,358)	(55,465)	השקעות
(1,359)	(2,170)	(2,346)	(2,626)	(4,107)	854	הון חוזר
72,696	68,510	43,065	14,363	(1,548)	(17,881)	תזרים נקי

וידוא עקביות – חישוב התשואה המשתמעת על הקפיטל

חישוב התשואה המשתמעת (באדיבות ד"ר אורי רונן):

2012	2011	2010	2009	2008	2007	תחזית משתמעת I	
301,035	301,035	300,577	287,438	264,855	237,032	205,344	ר"ק סוף שנה
44,546	43,187	41,017	38,671	36,045	31,938	32,792	הח"ת סוף שנה
2,857	2,857	2,857	2,857	2,857	2,857	2,857	מוניטין
348,438	347,079	344,451	328,966	303,757	271,827	240,993	קפיטל סוף שנה

2012	2011	2010	2009	2008	2007	תחזית משתמעת II	
3.2%	8.4%	14.9%	15.2%	19.9%	16.5%	צמיחת הכנסות	
5.1%	5.0%	4.5%	3.5%	2.6%	1.1%	רווחיות תפעולית	
5.8	5.7	5.5	5.2	5.0	4.7	גלגול על י.פ. קפיטל (בלי מוניטין)	
6.4%	6.4%	6.0%	5.2%	4.4%	3.3%	רווחיות איבידה	
8.9%	8.9%	9.3%	9.8%	10.4%	11.6%	פחת על י.פ. רכוש קבוע	
29.2%	28.3%	24.4%	18.1%	12.7%	5.4%	ROC לפני מס (עם מוניטין)	
29.5%	28.5%	24.6%	18.3%	12.8%	5.4%	ROC לפני מס (בלי מוניטין)	

* ה-ROIC של שופרסל באותה התקופה עמד על בערך 10%

קריאה לבית



- אדי למפרט - הקמעונאי החסכן

<http://www.buysidemetrics.com/?p=8553>

- סטיב ווין על EBITDA ו-Maintenance Capex

<http://www.buysidemetrics.com/?p=6254>

- CarMax וניתוח נכון של השקעות הוניות היסטוריות

<http://www.buysidemetrics.com/?p=8790>