

וובינר בנושא "רוכבים" על הגל
בדרך לבורסה

כך תעריכו נכון את שווי החברה לפני ההנפקה

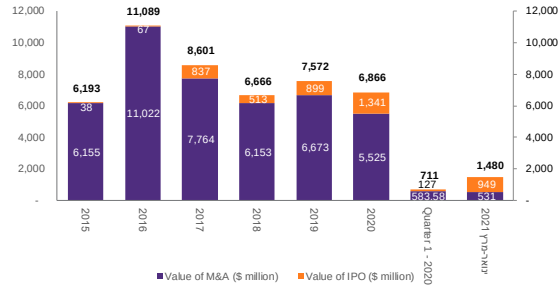
רו"ח שלומי ברטוב, שותף, מנכ"ל
פאהן קנה יועצים



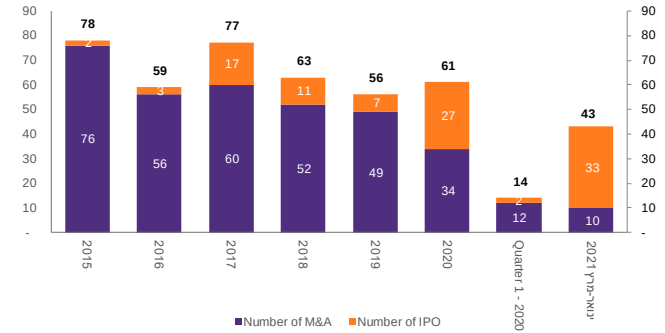
6 במאי 2021

הדרך אל האקזיט – השוק הפרטי VS הציבורי

לוח 2 - התפלגות IPO לעומת M&A לפי שווי עסקאות



לוח 1 - התפלגות IPO לעומת M&A לפי כמות עסקאות



(*) מקור: tase.co.il, בלומברג
(**) היקף עסקאות ה- IPO תורגם לדולרים לפי שער חליפין ממוצע.

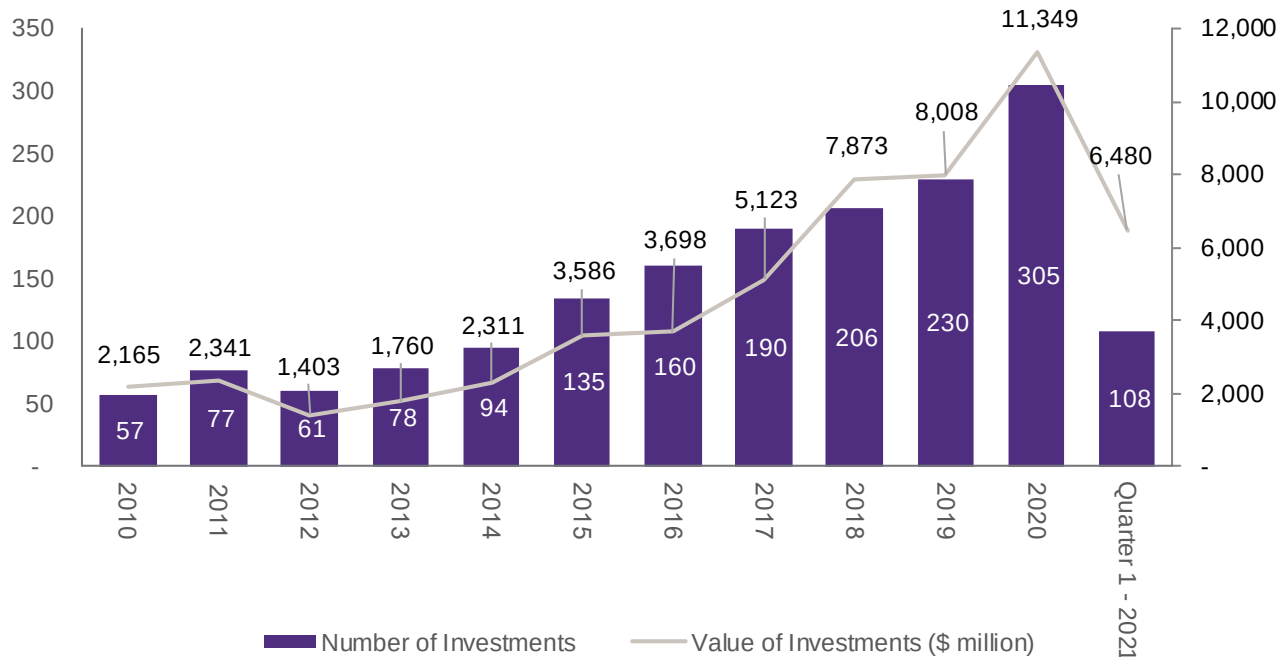
- פעילות הבורסה בתל אביב מתעוררת בכלל ובביצוע האקזיטים בפרט: **עשרות חברות מבצעות אקזיט בקצב חסר תקדים**, היקפי ה- IPOs (Initial Public Offering) זינקו בשנים 2015-2021Q1.

- הגידול באקזיטים בבורסה בתל אביב בא במידה מסוימת על חשבון האקזיטים המגזר הפרטי. **הבורסה בתל אביב הפכה לאטרקטיבית גם לחברות הייטק.**

- בשנת 2020 בוצעו בבורסה 27 הנפקות ראשונות לציבור (IPOs) מתוכם 18 של חברות ההייטק וברבעון הראשון של שנת 2021 בוצעו מספר שיא של 33 עסקאות IPO מתוכם 24 של חברות ההייטק.** כל זאת לעומת עסקאות בודדות לאורך השנים האחרונות (2015 – 0, 2016 – 1, 2017 – 3, 2018 – 4, 2019 – 0)

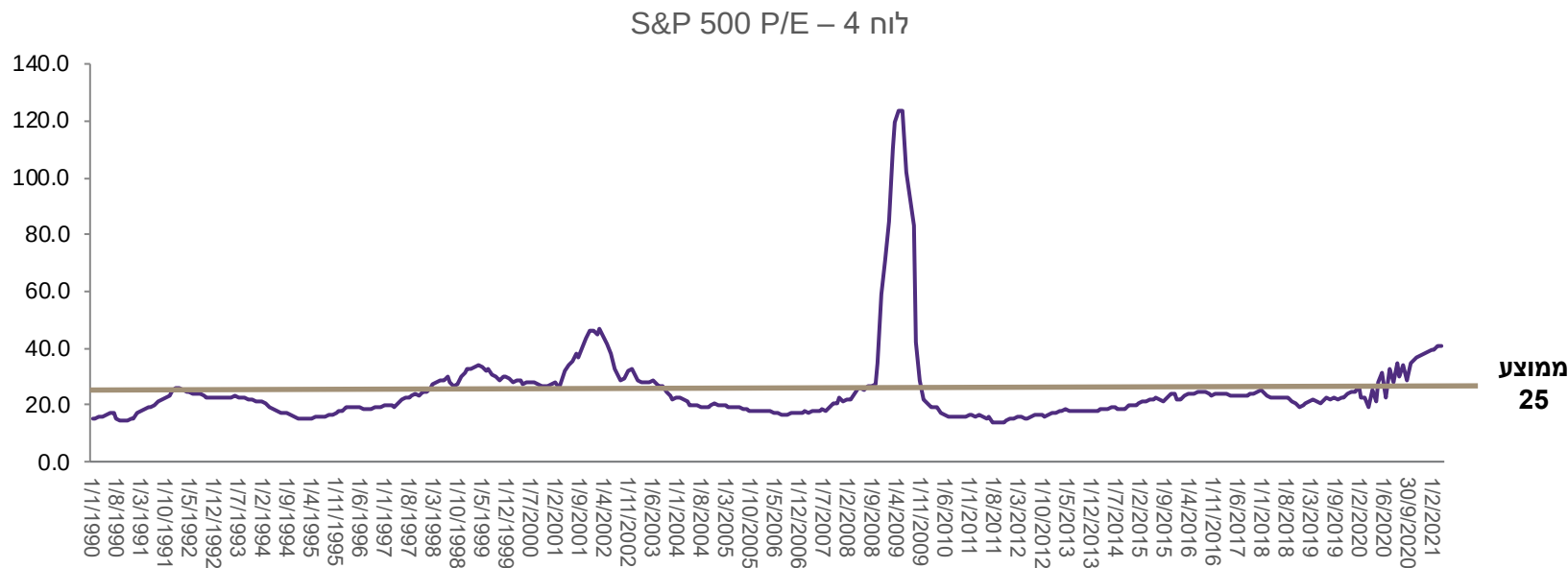
מאות חברות שגייסו בשנים האחרונות בשוק הפרטי מחפשות את הדרך המתאימה לאקזיט.

לוח 3 - מס' עסקאות ההשקעה ושווין (מיליוני דולר)



• מתוך דוח העסקאות השנתי של Grant Thornton Israel

מכפילים גבוהים בשוק הציבורי תורמים לרמת האטרקטיביות של הבורסה

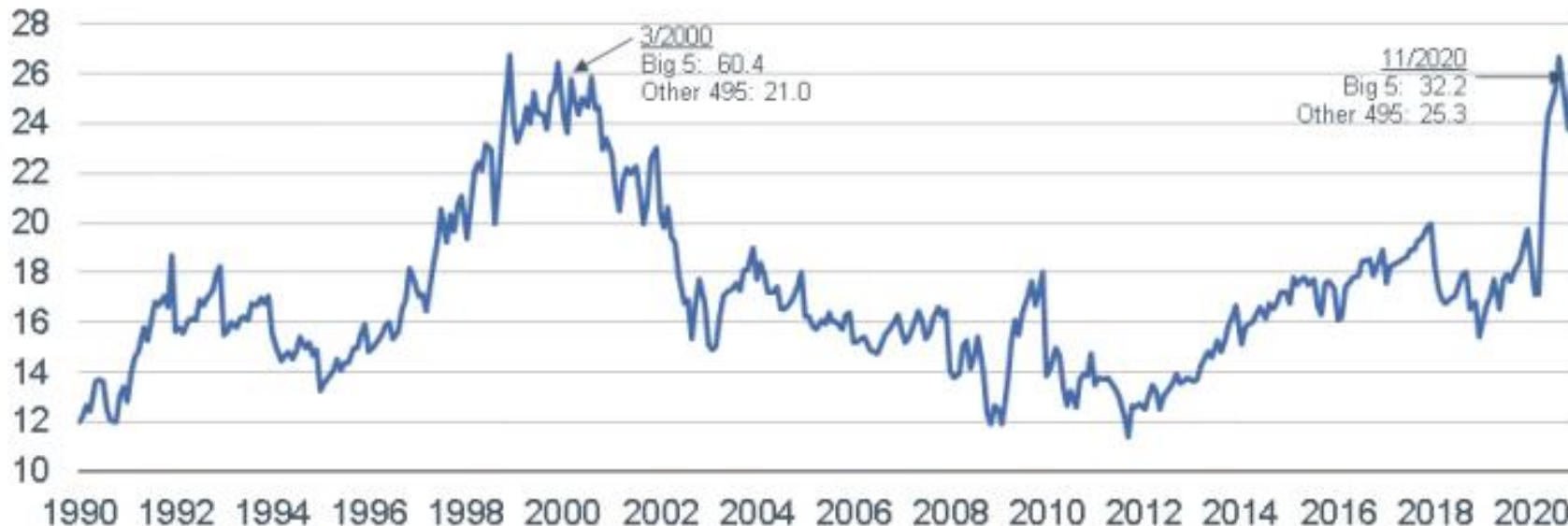


(*) מקור: Quantd1

- מניתוח נתוני S&P 500 עולה כי **מכפיל הרווח הנקי של החברות גדל משמעותית בשנה האחרונה**. היקף הגיוסים בבורסות העולמיות בשנה האחרונה מצביע על **אטרקטיביות גוברת של גיוס הון ציבורי**.

קיים קשר הדוק בין רמות המכפילים לגאות בשווקי ההון

S&P 500 forward P/E – 5 לוח



- מכפיל הרווח הנקי S&P 500 forward מתאפיין בעליות ומורדות לאורך השנים האחרונות.
- באמידת מכפיל הרווח **חשוב להסתמך על הרווח העתידי שהינו מייצג יותר ולא על הרווח ההיסטורי.**

הקשר בין תשואת השוק ושיעורי הצמיחה למכפילי השוק

K = מחיר ההון
G = שיעור צמיחה צפוי

נוסחת גורדון (מקובל בפרקטיקה)

תזרים מזומנים חופשי לשנה הפרמננטית
K-G

$$\frac{1}{8\%-3\%} = 20$$

$$K = 8\% \\ G = 3\%$$

$$\frac{1}{K-G} = \text{מכפיל}$$

תשואת השוק לאורך השנתיים (Prof Damodaran)	תאריך תשואת השוק	ינו-21	ינו-20	ינו-19
		5.40%	5.89%	6.94%

ינואר 2019

$$\frac{1}{6.94\%-2\%} = 20.2$$

ינואר 2020

$$\frac{1}{5.89\%-2\%} = 25.7$$

ינואר 2021

$$\frac{1}{5.4\%-3\%} = 41.7$$

$$\frac{1}{5.4\%-2.5\%} = 34.5$$

מכפילים גבוהים בשוק הציבורי תורמים לרמת האטרקטיביות של הבורסה

$$Re = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

נוסחה של שיעור
תשואה על ההון

$$Re = Rf + 1 \times (Rm - Rf)$$

$$Re = Rf + Rm - Rf$$

$$Re = Rm$$

נוסחה כאשר
מדברים על כלל
השוק

מעבר מחברה פרטית לציבורית

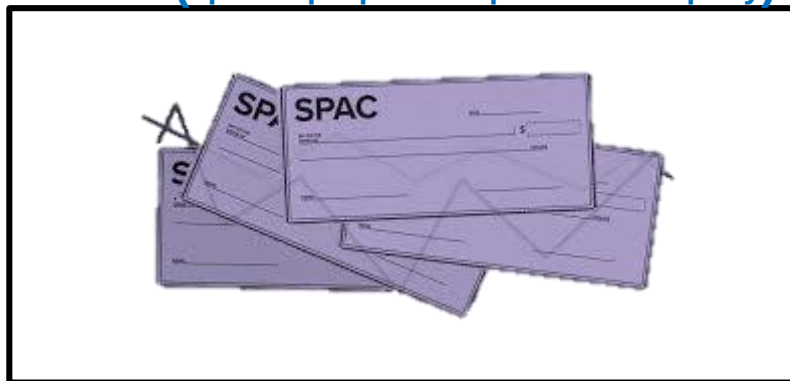
כניסה לשלד בורסאי



IPO



SPAC (special purpose acquisition company)





הנפקה ראשונה לציבור

שוק ההון | TheMarker

את נאסד"ק הן כבר כבשו: מה יקרה אם כל חברות ההיי-טק מישראל ינפיקו גם בת"א?

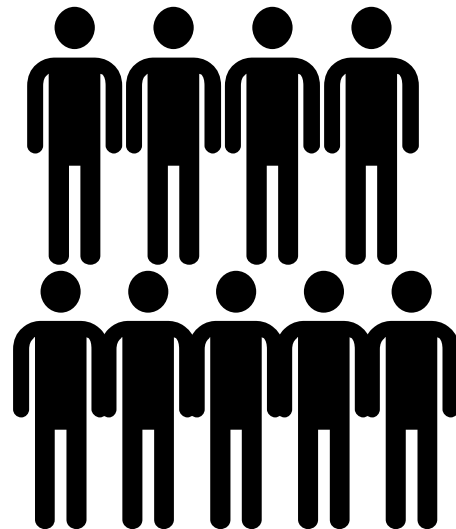
שוק ההנפקות הראשוניות בבורסת תל אביב התעורר לחיים בשנה האחרונה, בהובלת חברות הטכנולוגיה - לאחר שנים של "בריחת" חברות לארה"ב ■ בדקנו מה היה קורה אילו כל חברות הטכנולוגיה הישראליות שגייסו בוול סטריט היו נרשמות למסחר גם בתל אביב

הנפקה ראשונה לציבור

חברה מנפיקה

מניות

משקיעים



כספים

סוגיות בנושא הערכות שווי בהנפקה ראשונה לציבור

- **ניירות הערך המונפקים** - ככלל, גיוס הון יכול להיעשות באמצעות הנפקת סוגים שונים של ניירות ערך: מניות, איגרות חוב ואופציות.
- **שיטת הערכה**
- **חברות בעלות פעילות מוכחת** – נעשה שימוש בשיטת ה- DCF. נהוג לבחון את שווין של החברות בעלות הפעילות המוכחות גם בשיטת המכפיל. לצורך כך נדרשות חברות דומות להשוואה. נהוג להשתמש גם במכפילי EBITDA.
- **חברות צמיחה וסטארט-אפ** – חברות ללא הכנסות מהותיות מוערכות עפ"י הפוטנציאל העתידי וכן בהתחשב בשווי הנגזר מהגיוסים האחרונים והשינויים שחלו מהגיוסים האחרונים ועד למועד ההנפקה.
- **תחזיות** – פרסום תחזיות במסגרת תשקיף עלולה לחשוף את החברה המנפיקה לקשיים משפטיים ותביעות. משכך, קיים חשש לפרסום תחזיות במסגרת פרסום התשקיף.
- **מכשירים פיננסיים** – לצרכי דיווח נדרש להעריך מכשירים פיננסיים שניתנו בעלי עניין, עובדים, נושאי משרה בחברה ואחרים. הערכות שווי אלו יכולות להוות אינדיקציה לשווי החברה.
- **בחינת התפתחות החברה** – בודקים אם החברה עומדת בתחזיות העבר וכן כי החברה הצליחה להגדיל את הערך שלה לאורך השנים האחרונות.



כניסה לשלד בורסאי

שלד בורסאי

חדי קרן נוסח תל אביב: החברות שנכנסו לשלד בורסאי וזינקו באלפי אחוזים

מניותיהן של שלוש חברות טכנולוגיה בעלות פעילות בוסרית - אוגווינד, אקסיליון ואלקטריאון - השאירו מאחור את מדדי המניות • הנסיקה העשירה את יזמיהן במאות מיליוני שקלים "על הנייר"

אביב לוי 06.01.2021

כניסה לשלד בורסאי

לאחר המיזוג

חברת השלד לאחר המיזוג



לפני המיזוג

חברה המתמזגת



חברת השלד



סוגיות בנושא הערכות שווי בכניסה לשלד בורסאי

- **שיטת הערכת החברה המתמזגת** – מקובל להשתמש בשיטת ה- DCF לצורך קביעת השווי. שיטה זו מקובלת ונדרשת במרבית המקרים על רשות ניירות ערך.
- **אין חובה בשלב הראשון לגייס כסף לחברה המתמזגת.**
- **שווי השלד** – יש להתחשב ב- "שווי השלד" (חסכון ההוצאות בגין רישום, פרסום תשקיף והוצאות רגולטוריות שונות נוספות), יכולת הניצול של ההפסדים לצורכי מס, המזומנים שבקופת החברה והתחייבויות פיננסיות ואחרות (תביעות וכו').
- **גילוי** – עבודות הערכות השווי מפורסמות לציבור כחלק מתהליך ההנפקה וניתן ללמוד לגבי התחזיות והפרמטרים הכלכליים הרלוונטיים.

SPAC - Special Purpose Acquisition Company

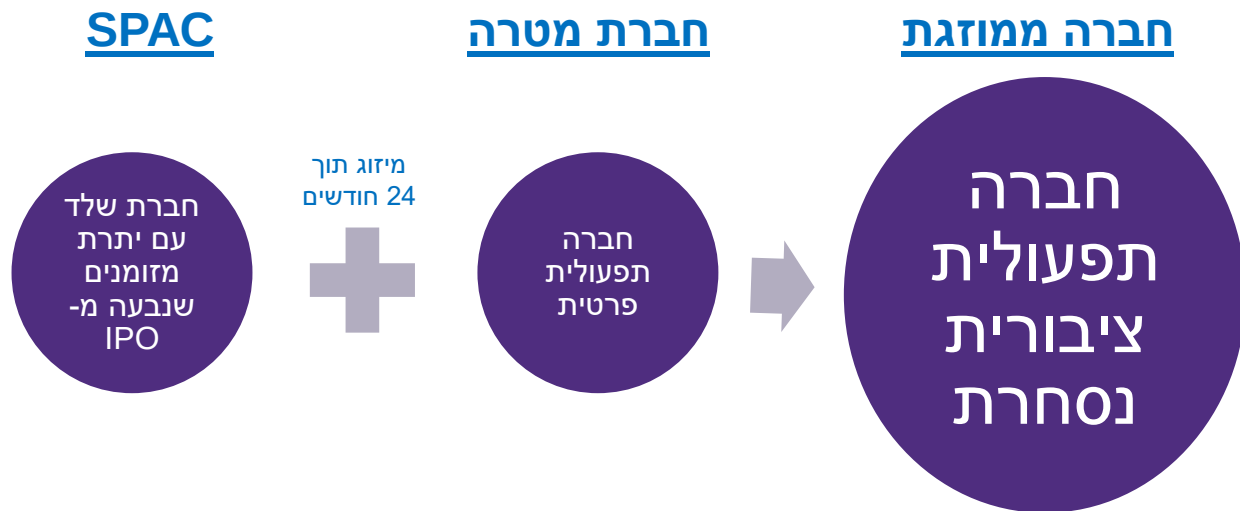


1.5 מיליארד דולר בדרך לכיסים של בעלי המניות ועובדי איירון סורס

מפתחת הפלטפורמה לשיווק אפליקציות ומשחקים במובייל תגייס 2.3 מיליארד דולר בעסקת מיזוג עם ספאק, מהם רק 800 מיליון דולר יועברו לקופתה. העסקה משקפת לחברה הישראלית שווי שיא של 11.1 מיליארד דולר אחרי הכסף

– (Special Purpose Acquisition Company) SPAC

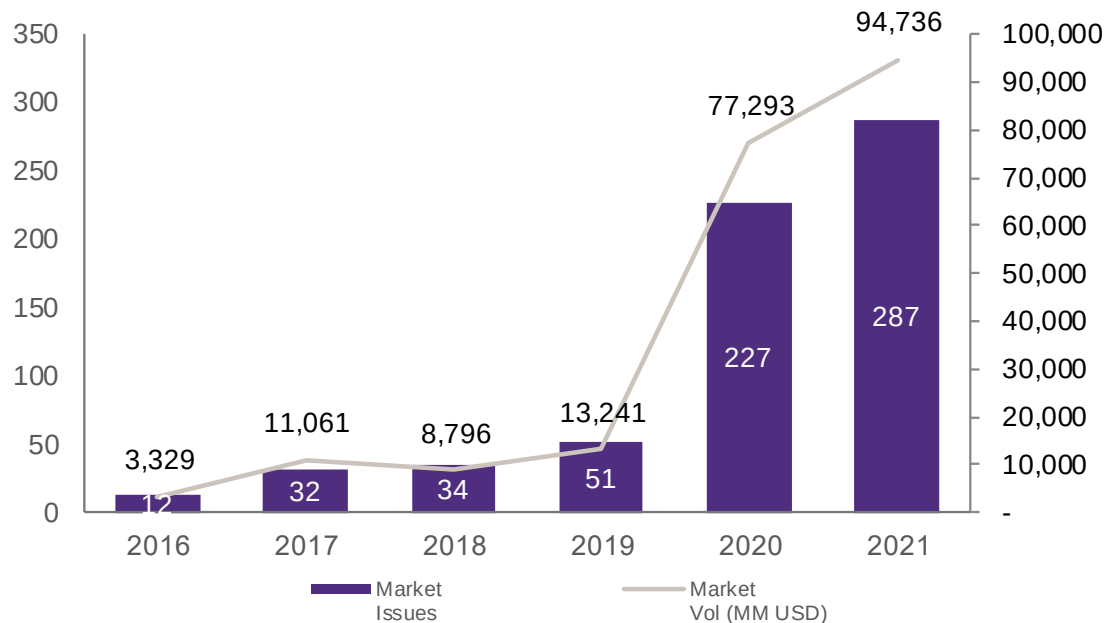
הטרנד הלוהט של הכניסה לבורסה ללא הנפקה



- SPAC הוא למעשה כלי פיננסי המאפשר למשקיעים להשקיע בחברה ציבורית לצידו של משקיע מן השורה הראשונה (ספונסר). **היעד הסופי הינו מיזוג ה-SPAC עם חברה "תפעולית"**.
- המשקיע "מוסר למעשה" לספונסר את כספו, בדמות השקעה בהנפקה של חברה ציבורית, שכל פעילותה מסתכמת ביותרת המזומנים שיש לה בקופה רגע לאחר ההנפקה. **תפקידו של הספונסר הינו לאתר חברת מטרה פרטית שתתמזג עם ה-SPAC ותהפוך לחברה תפעולית ציבורית נסחרת**.
- על מנת שהמשקיעים הראשונים ב-SPAC ייהנו מתשואה נאה לכספם, על החברה הציבורית הממוזגת להיות כזו, שהיא טומנת **פוטנציאל גבוה להצפת ערך מהותית בעתיד הקרוב**.

SPAC - ה"התפוצצות" המרעישה של ה- SPAC ("חברת צ'ק פתוח")

לוח 6 – מספר והיקף גיוסי ה- SPAC בארה"ב



• במהלך שנת 2021 (עד 28.4.2021), גייסו 287 חברות SPAC סכום מצטבר שמתקרב ל- 100 מיליארד דולר, זאת לעומת 51 גיוסים בהיקף מצטבר של 13.2 מיליארד דולר בשנת 2019.

אילו חברות מתאימות כחברות מטרה ל- SPAC

- חברות ששווין גבוה מ- 500 מיליון דולר.
- הכנסות גבוהות ויציבות.
- חברות שניתן לצפות את תזרים המזומנים שלהן.
- חברות פרטיות שיכול שקיים בהן פוטנציאל לביצוע IPO.
- חברות בסקטורים צומחים החולשים על שווקים רחבים – טכנולוגיה, טנולוגיה מידע, בריאות, Cyclic Consumption, פיננסים, תעשייה ועוד.

סוגיות בנושא הערכות שווי בהנפקת SPAC

- **שיטת הערכה** – נהוג לבחון את שווין של החברות המטרה בהתבסס על השוואה לחברות דומות (Comparable Companies Benchmarking) ובהתבסס על רווחים עתידיים ותזרים מזומנים עתידי (DCF).
- **תחזיות** – מתן תחזיות משפר את היכולת לבצע ניתוח לשווי החברה לפי שיטת ה- DCF או מכפילי רווח עתידיים.

Appendix: summary financial forecast

(\$ in millions)	2019A	2020A	2021E	2022E
GAAP Revenue	\$ 181	\$ 332	\$ 455	\$ 622
(+) Customer Incentives Amortization	5	4	4	4
Non-GAAP Revenue	\$ 186	\$ 336	\$ 459	\$ 626
(-) Non-GAAP Cost of Revenues	(24)	(47)	(67)	(91)
Non-GAAP Gross Profit	\$ 162	\$ 288	\$ 392	\$ 535
(-) Non-GAAP R&D	(34)	(48)	(68)	(91)
(-) Non-GAAP S&M	(32)	(114)	(164)	(219)
(-) Non-GAAP G&A	(22)	(24)	(30)	(37)
Non-GAAP Operating Expenses	\$ (87)	\$ (185)	\$ (262)	\$ (348)
Adjusted EBITDA	\$ 74	\$ 104	\$ 130	\$ 188

Appendix: comparable companies benchmarking

(\$ in millions)	Equity Value ¹	Enterprise Value	Revenue Multiple		Revenue CAGR	Growth Adj. Revenue		Revenue ²	EBITDA Margin	DBNER ⁴
			2021E	2022E	2020A - 2022E	2021E	2022E	2022E	2022E	
Core Peers										
Digital Turbine	\$ 7,796	\$ 7,771	48.5 x	37.5 x	29 %	1.65 x	1.27 x	\$ 207	63 %	-
Trade Desk	\$ 38,622	\$ 37,997	33.7 x	25.8 x	33 %	1.03 x	0.78 x	\$ 1,475	35 %	-
Unity	\$ 35,383	\$ 33,631	34.7 x	27.5 x	26 %	1.34 x	1.06 x	\$ 1,225	1 %	138%
Mean	\$ 27,267	\$ 26,467	39.0 x	30.2 x	29 %	1.34 x	1.04 x	\$ 969	33 %	138%
Median	\$ 35,383	\$ 33,631	34.7 x	27.5 x	29 %	1.34 x	1.06 x	\$ 1,225	35 %	138%
Enablement Peers										
Adyen	\$ 61,723	\$ 59,106	61.8 x	43.9 x	43 %	1.44 x	1.03 x	\$ 1,345	62 %	-
BigCommerce	\$ 4,359	\$ 4,140	21.8 x	17.6 x	24 %	0.90 x	0.73 x	\$ 235	(6)%	113%
Bill.com	\$ 13,040	\$ 12,458	50.9 x	38.6 x	32 %	1.58 x	1.20 x	\$ 323	(2)%	121%
Shopify	\$ 145,876	\$ 138,857	34.6 x	26.5 x	34 %	1.02 x	0.78 x	\$ 5,241	14 %	139%
Twilio	\$ 68,458	\$ 65,820	27.1 x	20.7 x	34 %	0.79 x	0.60 x	\$ 3,184	11 %	-
Mean	\$ 58,691	\$ 56,076	39.2 x	29.5 x	33 %	1.15 x	0.87 x	\$ 2,066	16 %	124%
Median	\$ 61,723	\$ 59,106	34.6 x	26.5 x	34 %	1.02 x	0.78 x	\$ 1,345	11 %	121%
Implied ironSource	\$ 11,074³	\$ 10,334	22.5 x	16.5 x	37 %	0.62 x	0.45 x	\$ 626	30%	149%

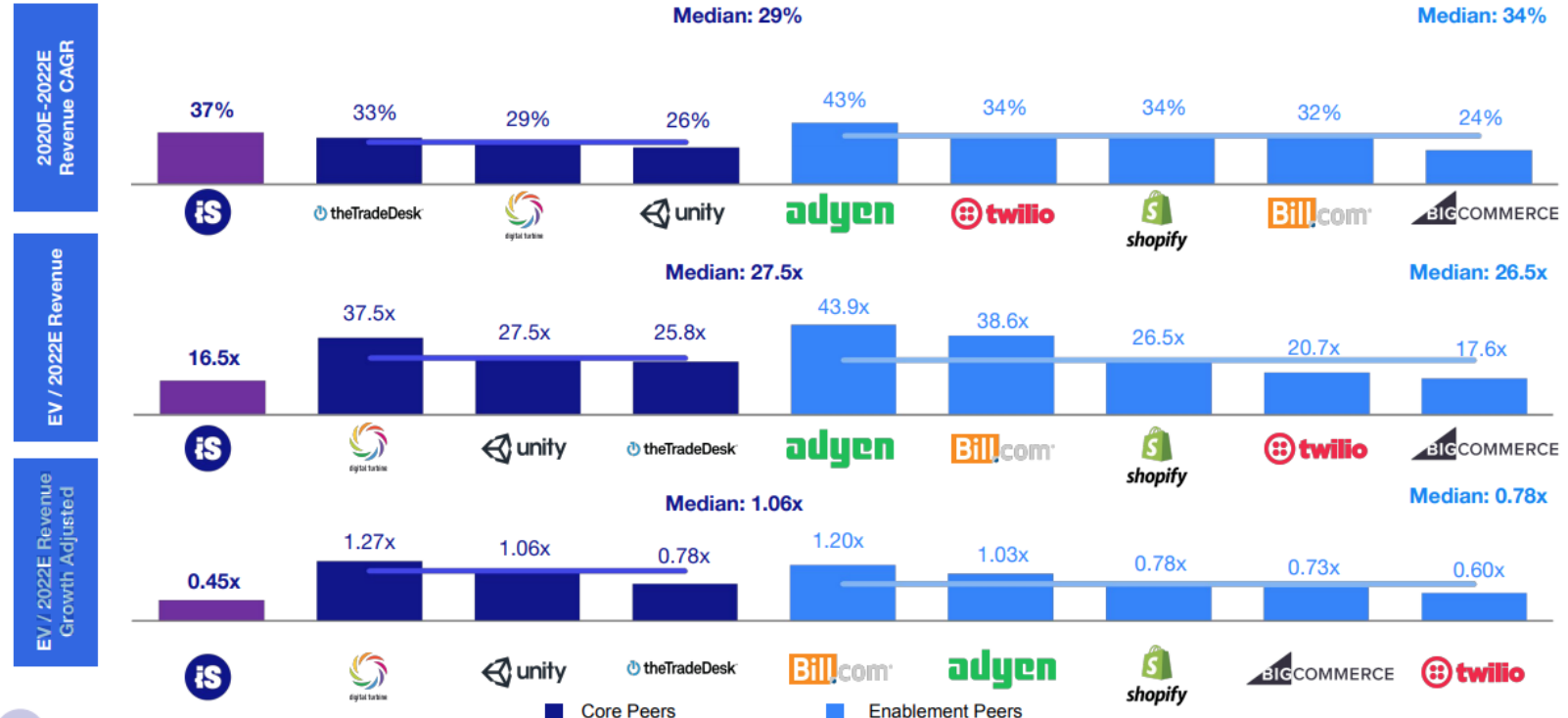


Source: Latest publicly available financial statements, Bloomberg, IBES. Market data as of 16-Mar-2021. Note: All research estimates have been calendarized to December. ironSource revenue based on non-GAAP; 2022E GAAP revenue is \$622. Digital Turbine revenue based on gross profit as a proxy for net revenue, with corresponding EBITDA margin based on net revenue accordingly. Digital Turbine CY2021E - CY2022E revenue growth used as a proxy for 2YR revenue growth rate due to February 2020 acquisition of Mobile Posse. ¹ Equity Market Cap based on fully diluted shares outstanding. ² Projected revenues are based on IBES median estimates. ³ Post-money equity value. ⁴ Dollar-based net expansion rates as reported by the peers at their most recently reported fiscal quarter.

Confidential 51

SPAC - תחזיות

Comparable companies benchmarking



Source: Latest publicly available financial statements, Bloomberg, IBES, Market data as of 16-Mar-2021. Note: ironSource revenue based on non-GAAP. Growth Adjusted metrics based on 2022E multiples and 2020A-2022E CAGRs. Digital Turbine revenue based on non-GAAP gross profit as a proxy for net revenue. Digital Turbine CY2021E - CY2022E revenue growth used as a proxy for 2YR revenue growth rate due to February 2020 acquisition of Mobile Posse.

Confidential 46

Appendix: Adjusted EBITDA reconciliation

(\$ in millions)	Q1 2019	Q1 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	FY 2019	FY 2020	FY 2021E	FY 2022E
Income from Operations	\$4.7	\$12.4	\$13.9	\$12.3	\$13.7	\$13.9	\$23.6	\$22.9	\$43.3	\$74.1	\$53.9	\$93.3
Adjustments to Adjusted EBITDA:												
(+) Depreciation and amortization ¹	4.5	4.4	4.3	4.0	4.0	4.1	4.1	4.6	17.2	16.9	27.3	29.7
(+) Assets impairment ²	-	-	-	0.1	-	-	-	-	0.1	-	-	-
(+) Stock-based compensation expense ³	3.8	2.5	2.5	6.5	2.8	2.5	2.3	5.0	15.3	12.6	48.1	64.2
(+) Acquisition related compensation costs	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.8	0.3
(-) Fair value adjustment related to contingent consideration	-	-	(1.5)	-	-	-	-	-	(1.5)	-	-	-
Adjusted EBITDA	\$13.0	\$19.3	\$19.3	\$22.8	\$20.5	\$20.6	\$29.9	\$32.6	\$74.5	\$103.6	\$130.1	\$187.6



¹ Depreciation and amortization include amortization of intangible assets acquired in business combinations and capitalized software costs.

² The assets impairment relates to ceased to be used capitalized software costs.

³ Stock-based compensation expense represents compensation expenses related to stock options granted to certain of our employees and expense related to the CVC secondary transaction.

Confidential 52

SPAC Warrants בהנפקת ASC 815-40 - בחינת שווי ה- Warrants

Warrants - בהתאם
להנחיות החדשות של
הרשות האמריקאית
(ASC 815-40) יש
לבחון את שווי ה-
Warrants כחלק
מתהליך ההנפקה ואת
ההשפעות לאחר
ההנפקה.

SEC staff addresses warrants issued by SPACs

April 15, 2021

1 Share

Download

Subscribe

RFP

The SEC staff recently issued a statement discussing certain accounting and reporting considerations related to warrants issued by special purpose acquisition companies (SPACs). The statement addresses whether warrants issued by a SPAC should be classified as equity or a liability, as well as financial reporting considerations if a registrant determines there is an error in any previously filed financial statements related to the classification of these warrants.

Accounting considerations

Generally, warrants issued by a SPAC remain outstanding for five years after the date on which the SPAC completes its initial business combination. Accordingly, the financial reporting considerations in the statement also apply to reporting entities that have merged with a SPAC as long as the warrants remain outstanding. The statement discusses the application of the indexation and equity classification guidance in ASC 815-40, *Derivatives and Hedging: Contracts in Entity's Own Equity*, to certain terms commonly seen in warrants issued by SPACs.

Under ASC 815-40, an entity must classify a freestanding financial instrument (such as a warrant) within equity if both of the following conditions exist:

- The instrument's settlement amount is based on the difference between a fixed monetary amount and the fair value of a fixed number of the entity's shares (indexation criterion).
- The instrument would qualify for equity classification (the equity classification criterion).



- **תחזיות וצמיחה (Safe harbor)** - מאפשרות לתמחר נכון יותר את שווי החברה. ב- SPAC קיימת אפשרות להציג תחזיות ורווחיות עתידית.

- **שיטות הערכה**

- מכפילים עתידיים (מכירות, EBITDA, רווח נקי),

- התייחסות מושכלת לחברות השוואה (Comparable Companies Benchmarking).

- תחזית תזרים/רווח עתידי.

- **מכשירים פיננסיים** – נדרש להעריך מכשירים פיננסיים שניתנו לבעלי עניין, עובדים, נושאי משרה.

דגש מיוחד להערכת Warrants בגיוס ע"י חברת SPAC.



כמה עובדות על Grant Thornton International:



US\$5.76bn

הכנסות (2019)



מעל 750

סניפים



מעל 136

מדינות



58,000+

עובדי Grant Thornton

תודה רבה!