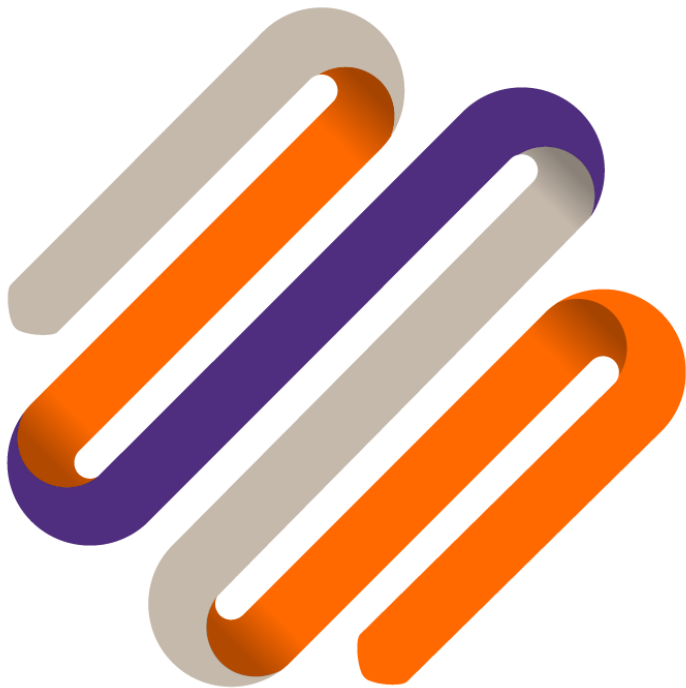


# השלכות עליית הריבית והאינפלציה על הערכות שווי

**וובינר 'כיצד ניתן לצמוח כשהמשק בתקופת האטה?'**

רו"ח רומן פלק, שותף  
פאהן קנה יועצים בע"מ  
Grant Thornton Israel

פברואר 2023



# שנת 2022 - עיקרי הממצאים

## ניתוחים והשוואות

שיעור ענפי הייטק בקרב העסקאות הפרטיות.

79%

ירידה בהיקפי ההשקעות של ענפי ההייטק

42%

עליה בהיקפי ההשקעות בענף הפיננסים

19%

## נתוני עסקאות בשוק הפרטי

היקף כלל העסקאות בשנת 2022 במיליארדי \$

27.2

ירידה בהיקפי העסקאות בשנת 2022

36%

ירידה בשווי העסקה הממוצע בשנת 2022

72%

## נתונים מאקרו כלכליים וציבוריים

שיעור האינפלציה בישראל בשנת 2022

5.3%

עליית ריבית בנק ישראל בשנת 2022

3.65%

קיטון במספר עסקאות ה-IPO בבורסה בשנת 2022

86%

# התפתחויות בשוק הישראלי בשנת 2022



שנת 2022 הושפעה בעיקר מ**פוסט משבר הקורונה** וה**משבר הכלכלי העולמי שנבע מהמלחמה באוקראינה**.

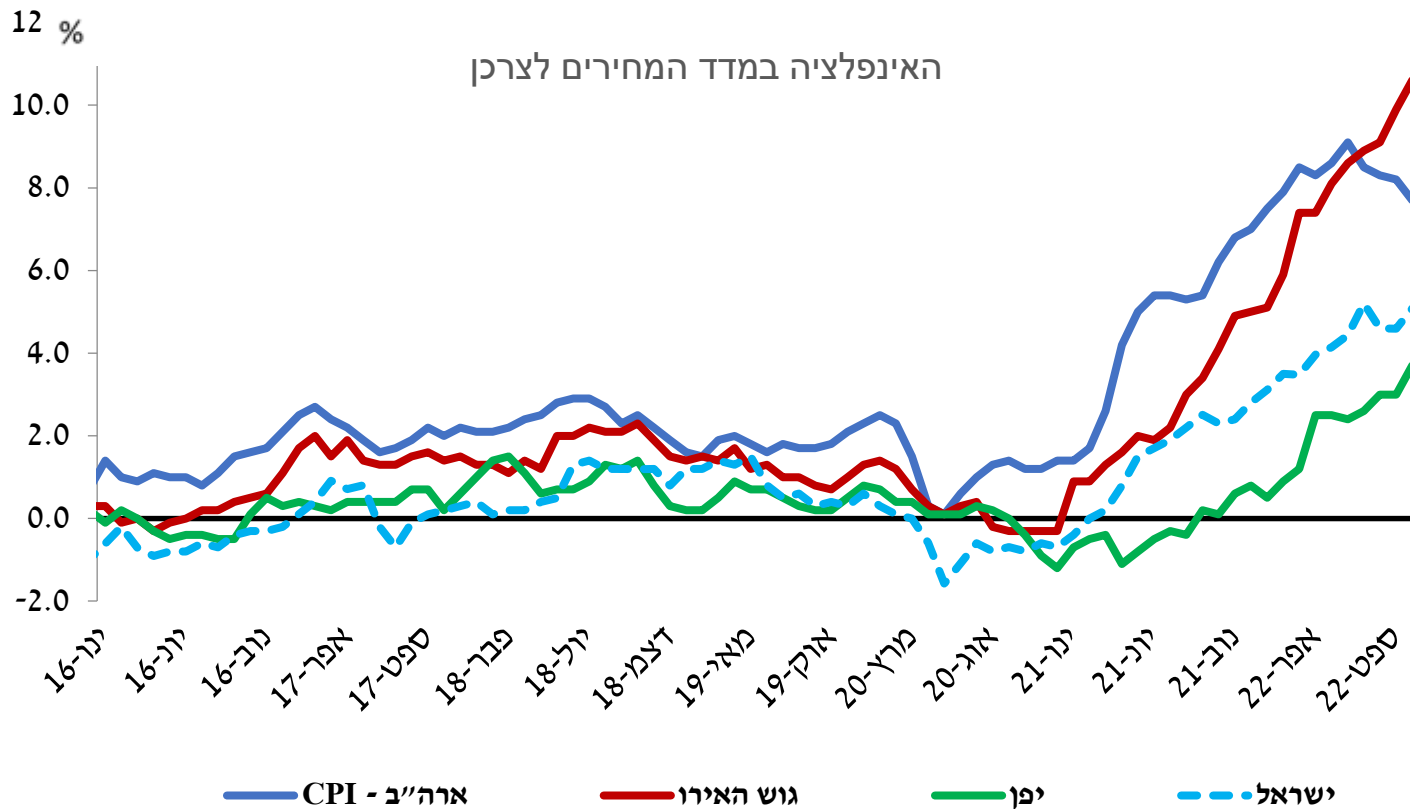
מגבלות היצע וקשיים לוגיסטיים בשרשרת האספקה (Supply Chain) הובילו לעליית מחירים, והמלחמה באוקראינה העצימה את המשבר. השפעות אלו הובילו ל**גידולים משמעותיים בשיעורי האינפלציה**.

הגידולים בשיעורי האינפלציה בישראל ובעולם אילצה את הבנקים המרכזיים ל**בצע העלאות ריבית חדות** שהשפיעו על תמחור הנכסים הפיננסיים.

העלאת הריביות על ידי הבנקים המרכזיים הגביר את החשש מפני מיתון בכלכלות אירופה ארה"ב וסין, שצפוי להשפיע לשלילה על מדינות להן יצוא בהיקף משמעותי לאירופה כגון ישראל.

לאור העובדה ששוק העסקאות הפרטי והציבורי מהווים השקעות משלימות, **האטה בפעילות הבורסה מביאה להאטה בשוק העסקאות הפרטי וחוזר חלילה**.

# ניתוח מגמות מאקרו כלכליות – עלייה בשיעור האינפלציה בשנת 2022



המצב הביטחוני בישראל והמשבר הכלכלי העולמי שנבע מהמלחמה באוקראינה הוביל לאינפלציה גואה.

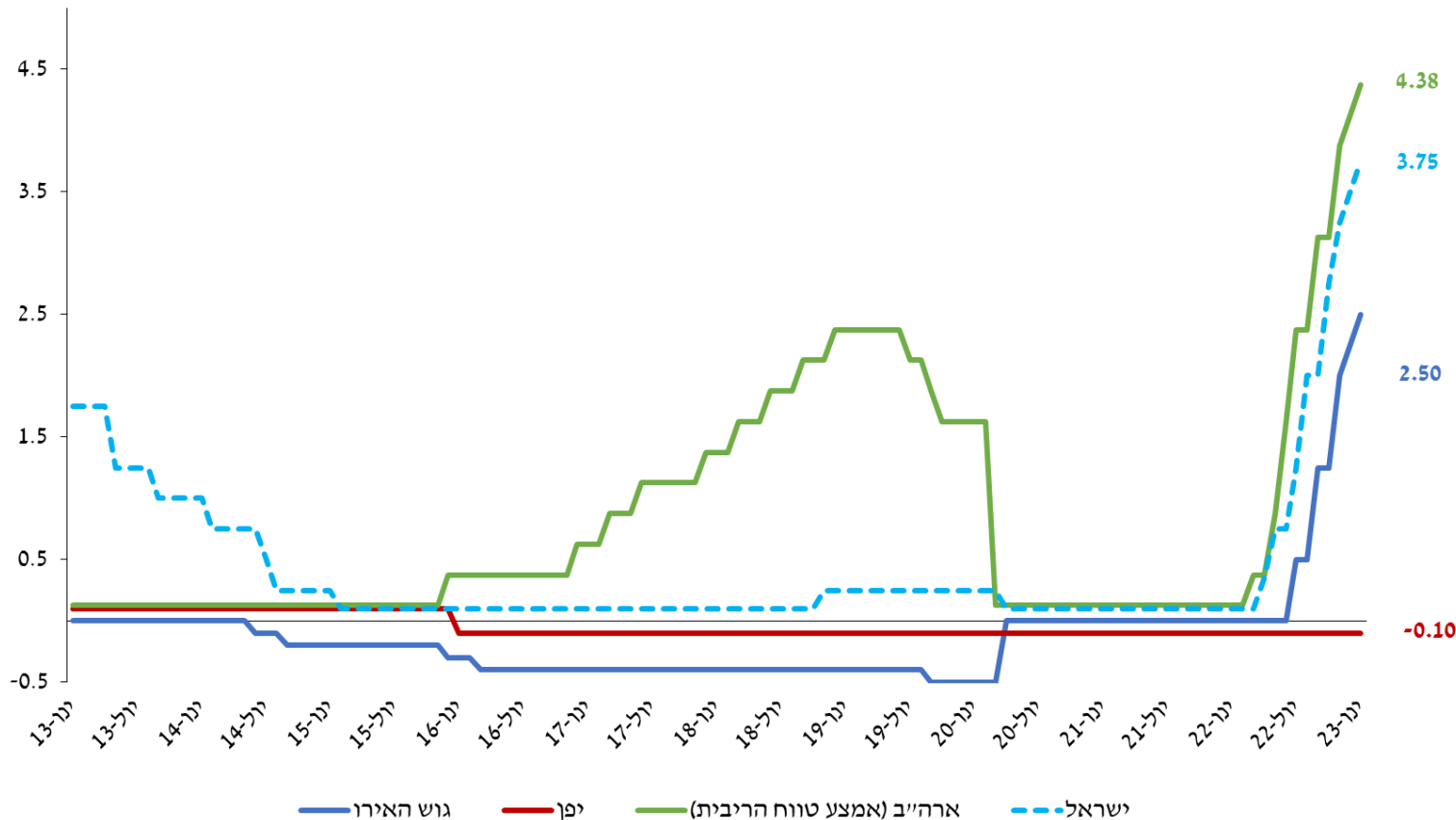
נכון לתחילת חודש ינואר 2023 האינפלציה בישראל עומדת על כ-5.3%, מדובר בנתון הגבוה ביותר שנרשם במשק הישראלי מאז שנת 2008.

בארה"ב ובאירופה האינפלציה עלתה באופן משמעותי ביחס לישראל. הבעיה הגדולה של מדינות אירופה וארה"ב במלחמה באינפלציה בסיטואציה שנוצרה הינה שעלויות האנרגיה ושרשרת האספקה אינן בשליטת הבנקים המרכזיים, והעלאות הריבית לא סייעו להפחתתן.

מקור: בנק ישראל, investing.com

# ניתוח מגמות מאקרו כלכליות – עליית ריבית משמעותית בשנת 2022

ריביות הבנקים המרכזיים במשקים העיקריים ובישראל ינואר 2013 עד תחילת ינואר 2023



על מנת לרסן את האינפלציה, נקטו בנקים מרכזיים בהעלאת ריבית מתמשכת.

הפד שמחודש מרץ 2022 העלה את הריבית בארה"ב שבע פעמים בשיעור מצטבר של 4.25% לרמה של 4.38%; הבנק המרכזי באירופה שמיולי 2022 העלה את הריבית ארבע פעמים בשיעור מצטבר של 2.5% לרמה של 2.5%; ובנק ישראל שמאפריל 2022 העלה את הריבית במשך שש פעמים בשיעור מצטבר של 3.65% לרמה של 3.75%.

העלאות הריבית החדות השפיעו על תמחור הנכסים הפיננסיים.

מקור: בנק ישראל, investing.com

# ניתוח מגמות מאקרו כלכליות – התהפכות מגמה בשוק המניות החל משנת 2022

תשואות מדדי המניות בשנים 2021, 2022 ובשנים 2018-2022

מדד	2022	2021	2018-2022
ת"א-35	-8%	32%	21%
ת"א-90	-16%	33%	79%
ת"א-125	-10%	31%	35%
ת"א-SME60	-33%	30%	-15%
ת"א-צמיחה	-32%	10%	3%
ת"א נפט וגז	39%	62%	28%
ת"א בנקים-5	-4%	68%	69%
ת"א-נדל"ן	-28%	53%	63%
ת"א טכנולוגיה	-26%	9%	79%

מקור: www.tase.co.il, נתוני הבורסות בחו"ל במטבע מקומי

בסיכום שנת 2022, מדד ת"א-35 ומדד ת"א-125 ירדו בכ-8% ובכ-10%, בהתאמה.

בחמש השנים האחרונות 2018-2022 מובילים מדד ת"א-טכנולוגיה בעלייה של כ-79% ומדדי ת"א בנקים-5 ות"א-נדל"ן בעלייה של כ-66% בממוצע.

מדד ת"א-נפט וגז זינק בכ-39% בהשפעת הזינוק במחיר הגז הטבעי ועלייה בביקוש לרכישת גז טבעי מישראל.

בדומה לנתוני הבורסה הישראלית, מדדי S&P 500 ו-Dow Jones בארה"ב ירדו בכ-18% ובכ-9%, בהתאמה ומדדי EURO STOXX 50 באירופה ו-MSCI עולמי ירדו בכ-11% ובכ-19%, בהתאמה.

# ניתוח מגמות מאקרו כלכליות – ניתוח הירידה בפעילות הבורסה בישראל

הירידה בשווקים הקטינה את התיאבון לסיכון (Risk Appetite) להשקעות חדשות.

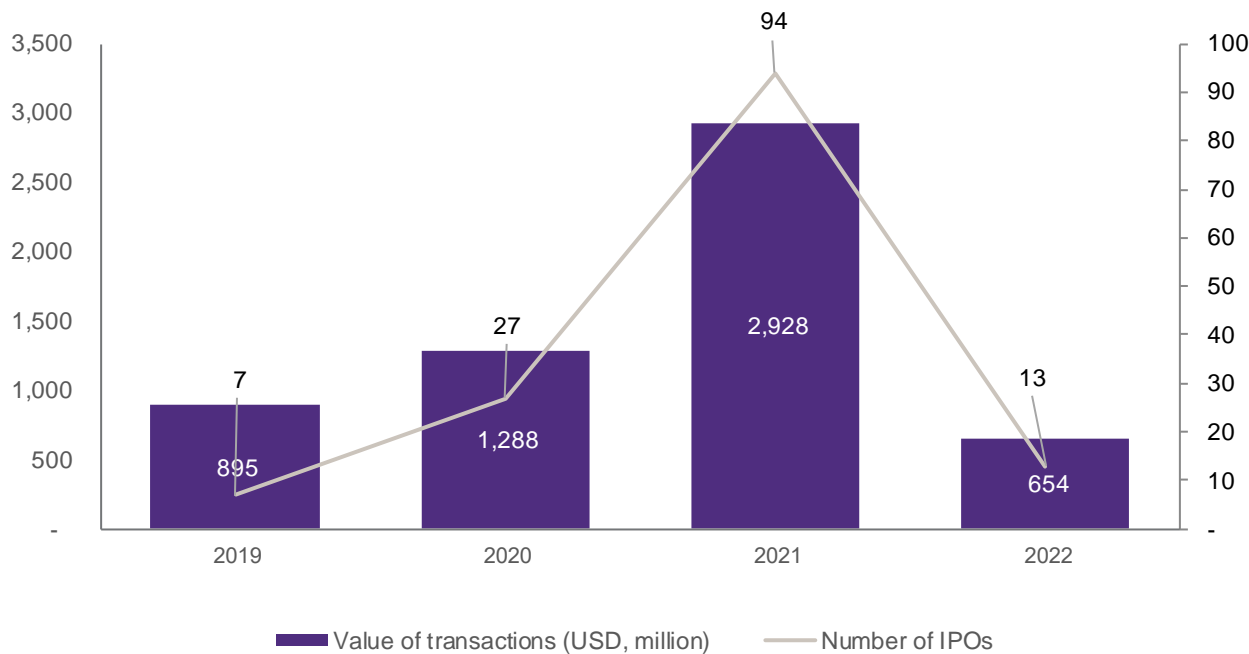
13 חברות השלימו השנה הנפקה ראשונית בבורסה של תל אביב (IPO), וגייסו כ- 0.7 מיליארד דולר לעומת 94 חברות שהנפיקו ב- 2021 וגייסו כ- 2.9 מיליארד דולר.

**שמונה מההנפקות בשנת 2022 בוצעו ברבעון הראשון של השנה. בחודשים ספטמבר עד דצמבר לא היו הנפקות IPOs בבורסה.**

הסיבה להיחלשות הבורסה נובעת כאמור מהחרפת משבר האנרגיה באירופה והמשך העלייה בשיעור האינפלציה לצד חשש גובר מפני מיתון בכלכלות אירופה, ארה"ב וסין.

בעקבות זאת, מתגברים הסימנים למיתון באירופה שצפוי להשפיע לשלילה על מדינות להן יצוא בהיקף משמעותי לאירופה כדוגמת ישראל.

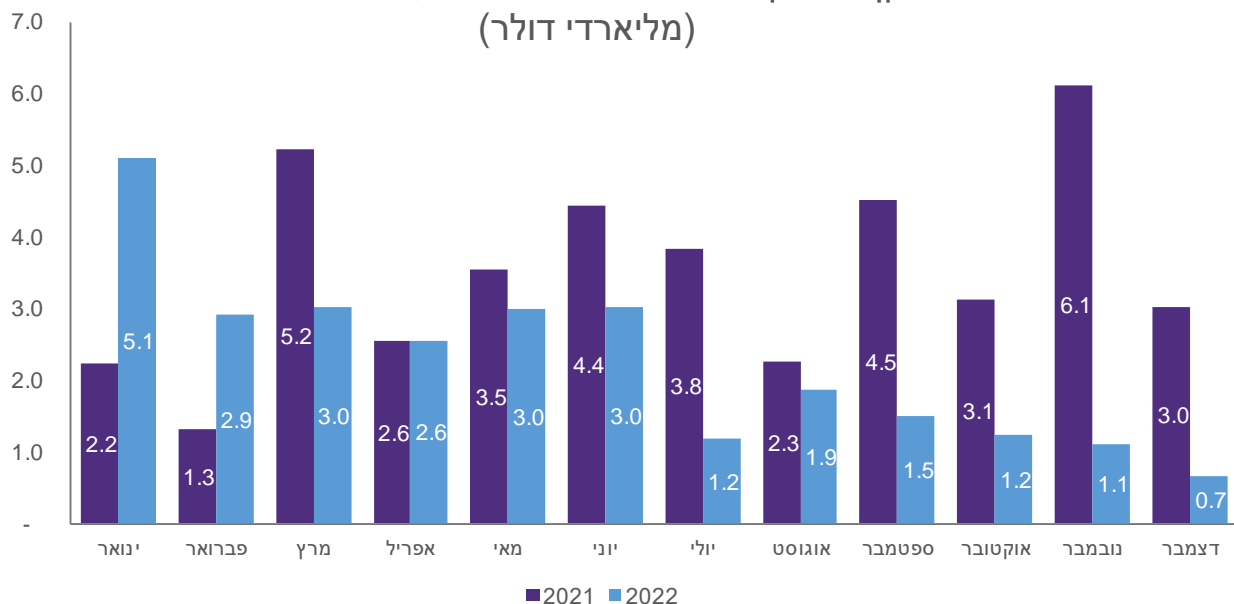
היקף IPOs בשנים 2019-2022 מיליוני דולר



לפי שער חליפין ליום 31.12.2022  
מקור: [www.tase.co.il](http://www.tase.co.il)

# ניתוח שוק העסקאות הפרטי – חזרה לתמחורים ריאליים של העסקאות

היקף העסקאות בשנים 2021-2022, לפי חודשים (מליארדי דולר)



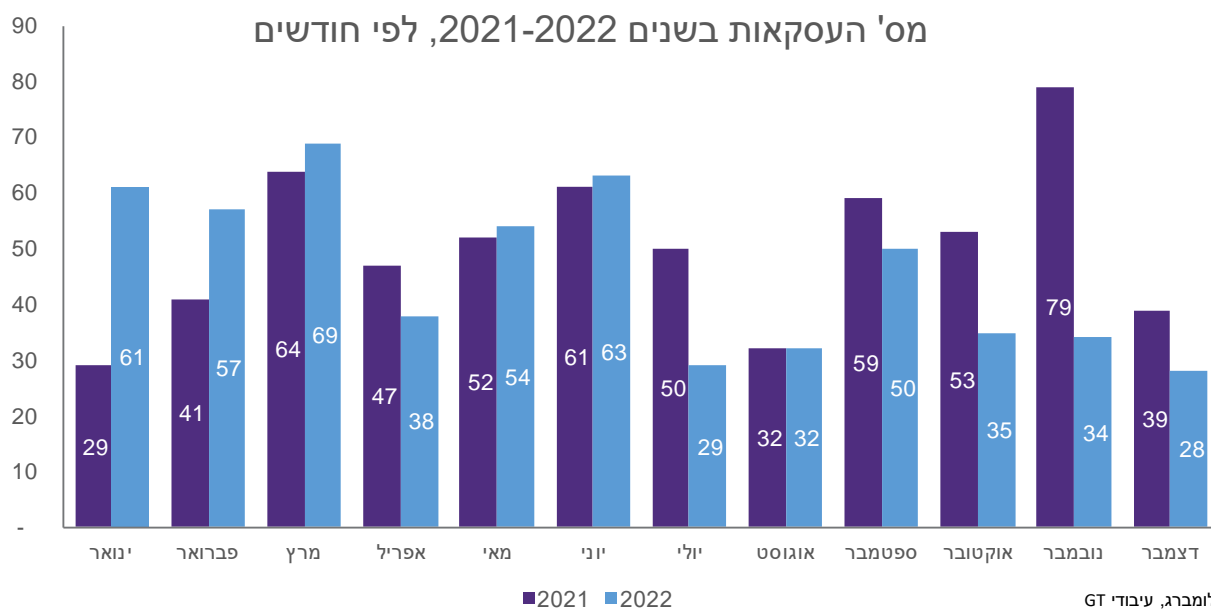
היקפי העסקאות קטנו בעקביות במהלך שנת 2022 מכ- 5.1 מיליארד דולר בחודש ינואר לכ- 0.7 מיליארד דולר בחודש דצמבר.

גם בכמות העסקאות נרשמה ירידה עקבית, מ- 61 עסקאות בחודש ינואר ל- 28 עסקאות בחודש דצמבר.

הירידה העקבית בהיקפי העסקאות נובעת מציפייה לחזרה לתמחורים ריאליים יותר של העסקאות וזאת לאחר ירידת שווי ביוניקורנים רבים בשנת 2021 והנפילות בבורסות העולמיות. הדבר בא לידי ביטוי בקיטון שווי העסקה הממוצע שחזר לרמות שאפיינו אותו לפני שנת 2021. שווי העסקה הממוצע ירד מכ- 84 מיליון דולר בחודש ינואר 2022, לכ- 23 מיליון דולר בחודש דצמבר 2022.

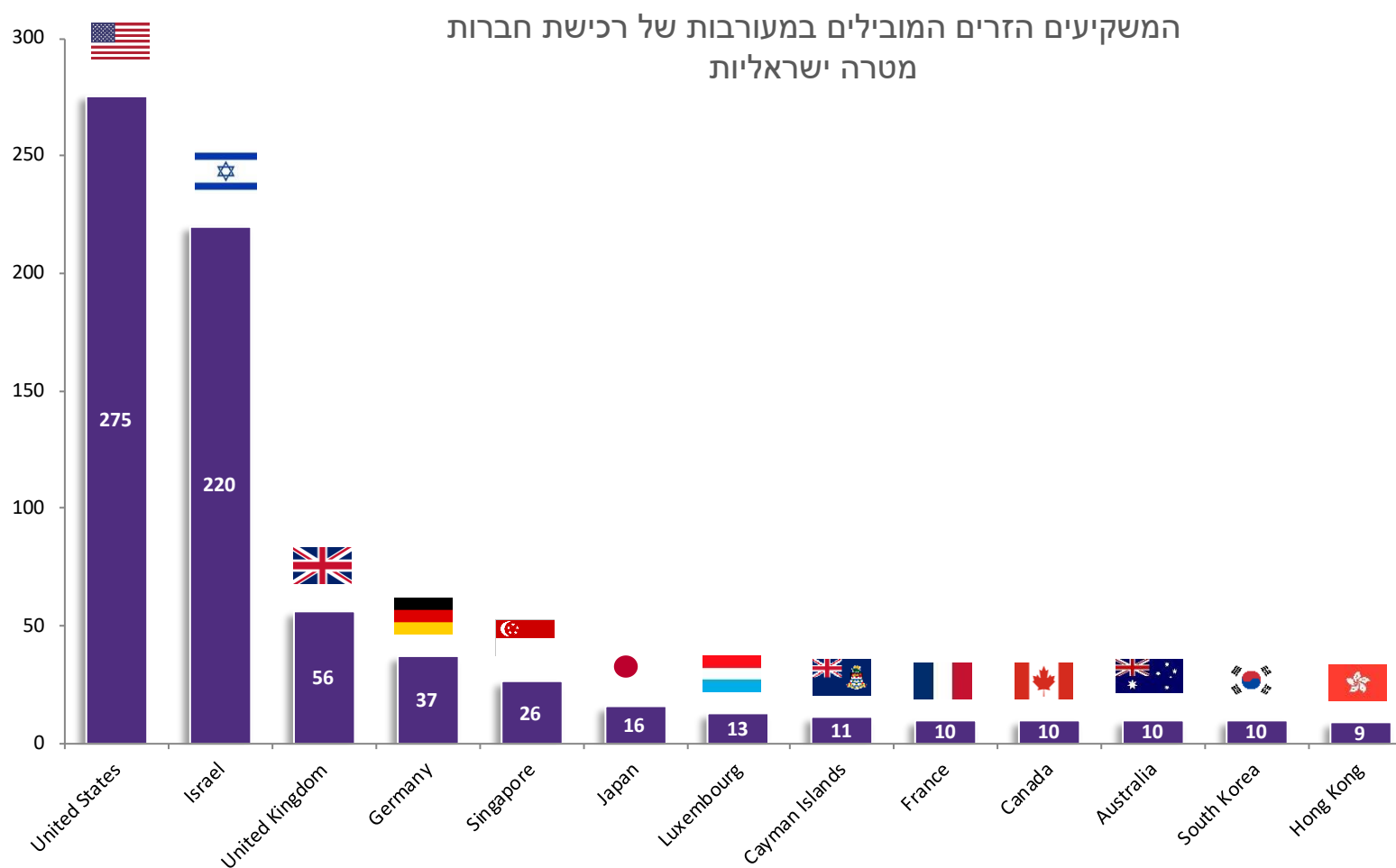
לאור הביצועים הנמוכים של שוק העסקאות ברבעון האחרון של שנת 2022, צפויה דעיכה בשוק העסקאות הישראלי בשנה הקרובה.

מס' העסקאות בשנים 2021-2022, לפי חודשים





# ניתוח משקיעים – הממשקיעים הזרים המובילים במעורבות של רכישת חברות מטרות ישראליות



**בשנת 2022 המשקיעים האמריקאים** ממשיכים להוביל ברכישת חברות מטרות ישראליות עם 275 עסקאות בהיקף של כ- 11.2 מיליארד דולר.

במקום השני נמצאים **המשקיעים הישראליים** עם 220 עסקאות בהיקף של כ- 7.33 מיליארד דולר.

במקום השלישי נמצאים **המשקיעים הבריטיים** עם 56 עסקאות בהיקף של כ- 2.46 מיליארד דולר.

יצוין כי בעסקאות משותפות מוצגים הסכמים שהושקעו ע"י כל השותפים לעסקה בין אם מדובר במשקיע זר ובין אם לאו. מקור: בלומברג, עיבודי GT

# השפעות על ה- DCF

# מתודולוגיות מקובלות להערכת שווי פעילות

**גישת ההכנסות**  
Income )  
(Approach

**גישת ההכנסה** משתמשת בטכניקות הערכת שווי כדי להמיר סכומים עתידיים (לדוגמא תזרימי מזומנים או רווחים) לסכום נוכחי יחיד (מהוון). שיטות הערכה אלו כוללות מדידה בערך נוכחי (כדוגמת שיטת ה-DCF).

**גישת השוק**  
Market )  
(Approach

**גישת השוק** משתמשת במחירים ובמידע רלבנטי אחר שמקורו **בעסקאות שוק** שמעורבים בהן נכסים או התחייבויות **זהים** או בני השוואה. השיטה המקובלת ביותר ליישום גישה זאת הינה **שיטת המכפיל**.

**גישת העלות**  
(Cost Approach)

**גישת העלות** מבוססת על הסכום שהיה נדרש כיום על מנת להחליף את קיבולת השירות של הנכס. מנקודת מבט של מוכר, המחיר שהיה מתקבל עבור נכס נקבע בהתבסס על העלות של קונה כדי לרכוש או לבנות נכס חלופי בעל תועלת ברת השוואה לאחר שהותאם בגין התיישנות. שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) הינה אחת מהשיטות ליישום גישת העלות.

# "תחזיות זה דבר מאוד מסובך, בעיקר בכל הנוגע לעתיד"

נילס בוהר (1885 - 1962), פיזיקאי דני ממוצא יהודי. חתן פרס נובל לפיזיקה, ואחד הפיזיקאים המשפיעים ביותר במאה ה-20.



# שינויים ב-WACC

ניתוח השפעות אקסוגניות על חישוב שיעור ההיוון המשוקלל

מקור	שינוי Δ	31/12/2022	31/12/2021	
ריבית חסרת סיכון Rf		3.60%	1.28%	שערי ריבית, תשואת אג"ח שקלי של ממשלת ישראל
ביטא		1.0	1.0	בלומברג
פרמיית הסיכון של השוק Rm-Rf	+0.50%	6.0%	5.5%	Kroll (לשעבר Duff&Phelps)
פרמיית קוטן		7.89%	7.89%	Kroll (לשעבר Duff&Phelps)
<b>שיעור תשואה על ההון Re</b>	<b>+2.82%</b>	<b>17.49%</b>	<b>14.67%</b>	
שיעור תשואה על החוב Rd	+3.01%	6.19%	3.18%	שערי ריבית, תשואת אג"ח בדירוג A+
שיעור מס		23.0%	23.0%	מס חברות בישראל
<b>שיעור תשואה על החוב נטו ממס</b>	<b>+2.32%</b>	<b>4.77%</b>	<b>2.45%</b>	
שיעור המינוף - משקל ההון		60%	60%	
שיעור המינוף - משקל החוב		40%	40%	
WACC		12.4%	9.8%	
<b>WACC - מעוגל</b>	<b>+2.00%</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.0%</b>	

$$WACC = \frac{D}{D+E} \cdot Kd \cdot (1-T) + \frac{E}{D+E} \cdot Ke$$

- עיקרי השינויים שחלו במהלך שנת 2022
- עלייה בתשואה לפידיון של אג"ח ממשלת ישראל, מ-1.28% בסוף 2021 ל-3.6% בסוף 2022.
- עלייה בתשואות לפידיון אג"ח סחירות.
- עלייה בפרמיית הסיכון של השוק, מ-5.5% בסוף 2021 ל-6.0% בסוף 2022.
- עלייה בשיעור ההיוון המשוקלל לאור ההשפעות האקסוגניות שתוארו לעיל.

# השפעות אינפלציה על התחזית

## תחזית האינפלציה בישראל

### שינויים בתחזית האינפלציה

- עלייה בשיעור האינפלציה החזוי במהלך שנת 2022.
- נכון לסוף שנת 2022, שיעור האינפלציה החזוי לטווח הארוך הינו 2.71%, לעומת 2.61% נכון לסוף שנת 2021.
- חשוב להבין שלצרכי הערכות שווי, השאלה אינה רק מה תחזית האינפלציה לטווח הקצר אלא גם מהי תחזית האינפלציה לטווח הארוך (שיעורי האינפלציה בטווח הארוך עלו ביותר מ-1% ביחס לנתוני טרום הקורונה).
- שיעור הצמיחה הפרמננטית מושפע לרוב מתחזית האינפלציה לטווח הארוך.

טווח ארוך	שנה 4	שנה 3	שנה 2	שנה 1	
2.61%	2.63%	2.63%	2.62%	2.68%	31/12/2021
2.71%	2.80%	2.87%	2.90%	2.89%	31/12/2022
<b>+0.10%</b>	<b>+0.17%</b>	<b>+0.24%</b>	<b>+0.28%</b>	<b>+0.21%</b>	<b>שינוי Δ</b>
1.63%	1.47%	1.27%	1.12%	1.25%	31/12/2019 (טרום קורונה)
2.71%	2.80%	2.87%	2.90%	2.89%	31/12/2022
<b>+1.08%</b>	<b>+1.33%</b>	<b>+1.61%</b>	<b>+1.78%</b>	<b>+1.64%</b>	<b>שינוי Δ</b>

# השפעות על ה- DCF

## 31/12/2021: שיעור היוון: 10% ושיעור צמיחה פרמננטית 2.61%

מיליון ש"ח	2022	2023	2024	2025	2026	שנה פרמננטית
תזרים נקי (FCF)	100	105	109	112	115	118
תקופה להיוון	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
מקדם היוון	1.05	1.15	1.27	1.40	1.54	
<b>תזרים מהוון</b>	<b>95</b>	<b>91</b>	<b>86</b>	<b>80</b>	<b>75</b>	<b>1039</b>
<b>סה"כ שווי</b>	<b>1,467</b>					

הרכב סה"כ שווי	מיליון	ב-%
תזרים המיוחס לתחזית הפרטנית	427	29%
שווי פרמננטי	1,039	71%
<b>סה"כ</b>	<b>1,467</b>	<b>100%</b>

## 31/12/2022: שיעור היוון: 12% ושיעור צמיחה פרמננטית 2.71%

מיליון ש"ח	2023	2024	2025	2026	2027	שנה פרמננטית
תזרים נקי (FCF)	105	110	113	116	119	122
תקופה להיוון	0.5	1.5	2.5	3.5	4.5	
מקדם היוון	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7	
<b>תזרים מהוון</b>	<b>99</b>	<b>92</b>	<b>85</b>	<b>78</b>	<b>71</b>	<b>787</b>
<b>סה"כ שווי</b>	<b>1,213</b>					

הרכב סה"כ שווי	מיליון	ב-%
תזרים המיוחס לתחזית הפרטנית	426	35%
שווי פרמננטי	787	65%
<b>סה"כ</b>	<b>1,213</b>	<b>100%</b>

### קיטון באומדן שווי פעילות

- הובאו בחשבון שינויים אקסוגניים בלבד (ריביות ואינפלציה).
- יתר הפרמטרים הקשורים לתחזית נותרו ללא שינוי.
- השפעות אקסוגניות מביאות לקיטון של כ- 15%-20% בשווי הפעילות המוערך.

### השווי המיוחס לתקופה הפרמננטית אל מול השווי המיוחס לתקופת התחזית הפרטנית

- גידול של 2% בשיעור ההיוון מקטין את שיעור השווי המיוחס לתקופה הפרמננטית מכ- 71% לכ- 65% מסך השווי המוערך.

# ריאלי או נומינלי

- יש להגדיר האם שיעור ההיוון המשוקלל שאנו מעוניינים לאמוד יהיה במונחים ריאליים או נומינליים.
- אם תזרים המזומנים שבנינו במסגרת שיטת ה- DCF הינו במונחים ריאליים, גם ה- WACC חייב להיות במונחים ריאליים. ולהיפך - אם תזרים המזומנים שבנינו במסגרת שיטת ה- DCF הינו במונחים נומינליים, גם ה- WACC חייב להיות במונחים נומינליים.
- ערך נומינלי = הסכום כפי שנקבע.
- ערך ריאלי = הסכום החזוי מנוכה אינפלציה.

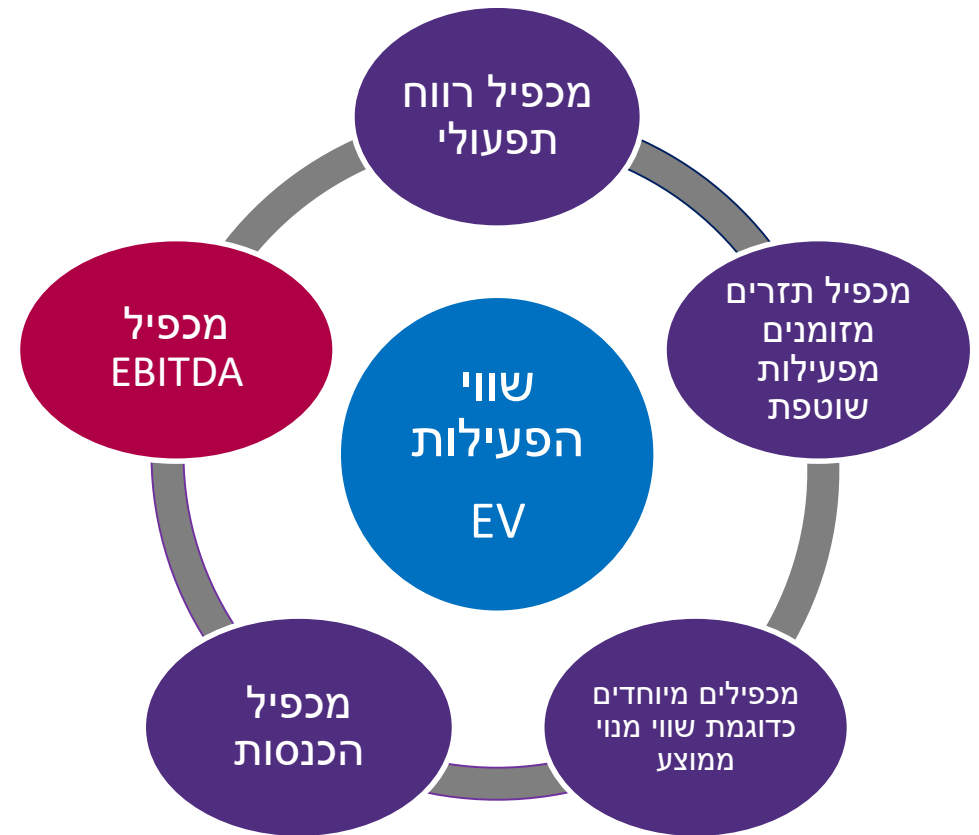
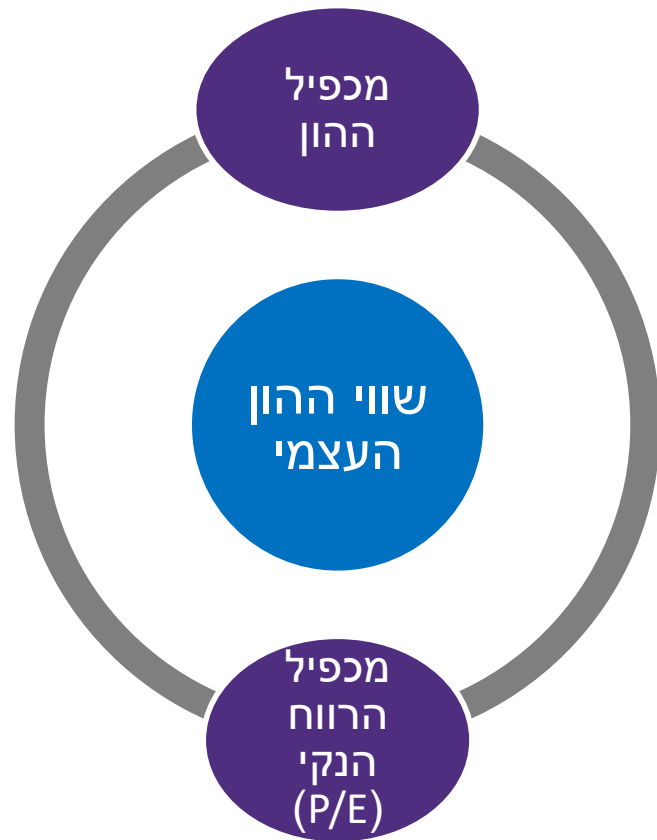


# סיכום (DCF)

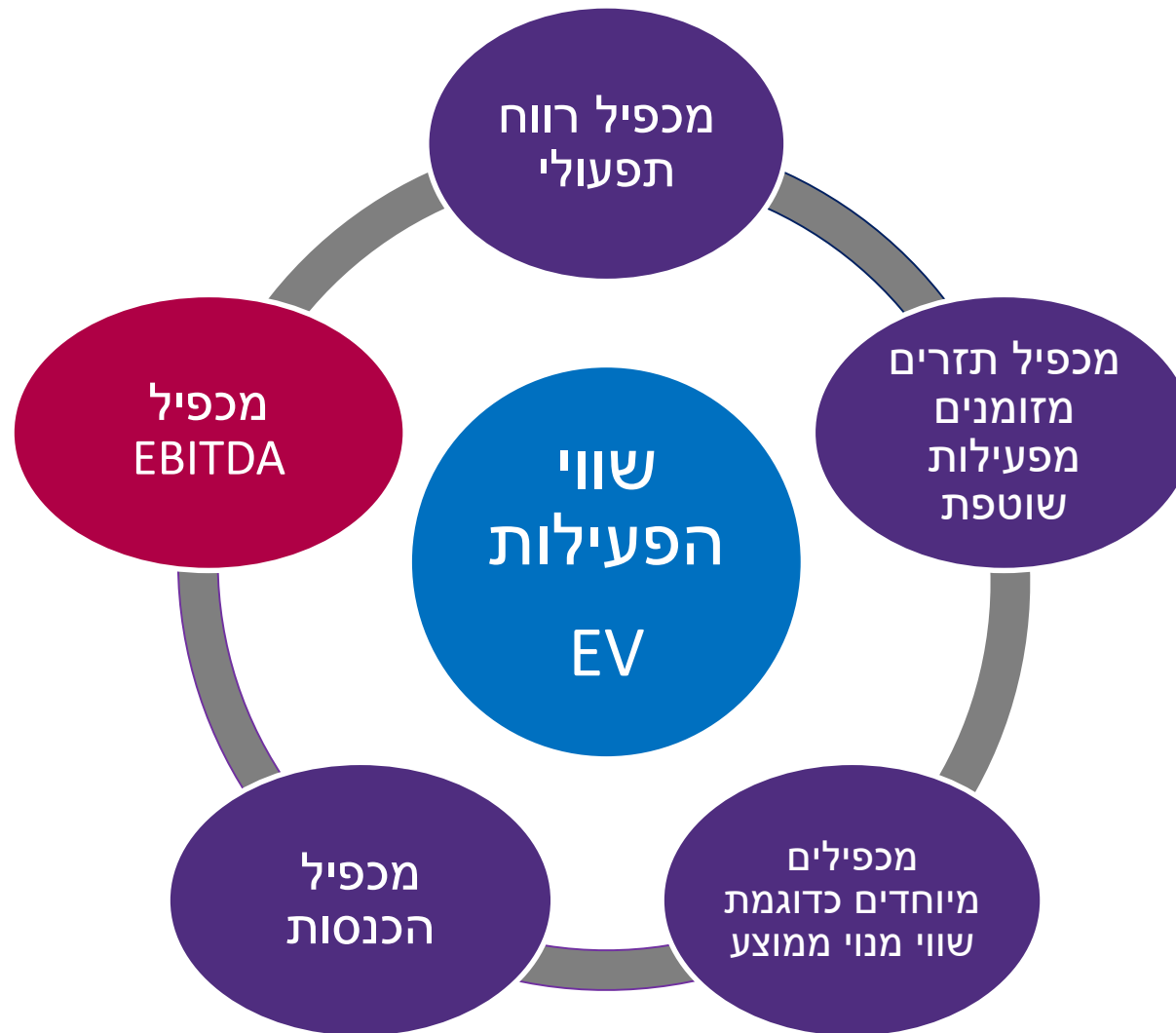
- לגבי תמחור חברות בסביבת אינפלציה גבוהה, סביר שיהיה שימוש רב יותר במודלים ראליים כפי שהיה נהוג מאז ומתמיד בשווקים עתירי אינפלציה כמו בדרום אמריקה.
- בשנים האחרונות, עם הירידות באינפלציה, ביצוע הערכות שווי במונחים ראליים כמעט נגזזה מהעולם ומרבית הערכות שווי מבוצעות כיום במונחים נומינליים.
- ככל שרמת האינפלציה הגבוהה תימשך, צפויה להיות חזרה ליותר ויותר מודלים ריאליים.
- חשוב להבין שלצרכי הערכות שווי, השאלה אינה רק מה תחזית האינפלציה לטווח הקצר אלא גם מהי תחזית האינפלציה לטווח הארוך (שיעורי האינפלציה בטווח הארוך עלו ביותר מ-1% ביחס לנתוני טרום הקורונה).

# השפעות על המכפיל

# שיטת המכפיל

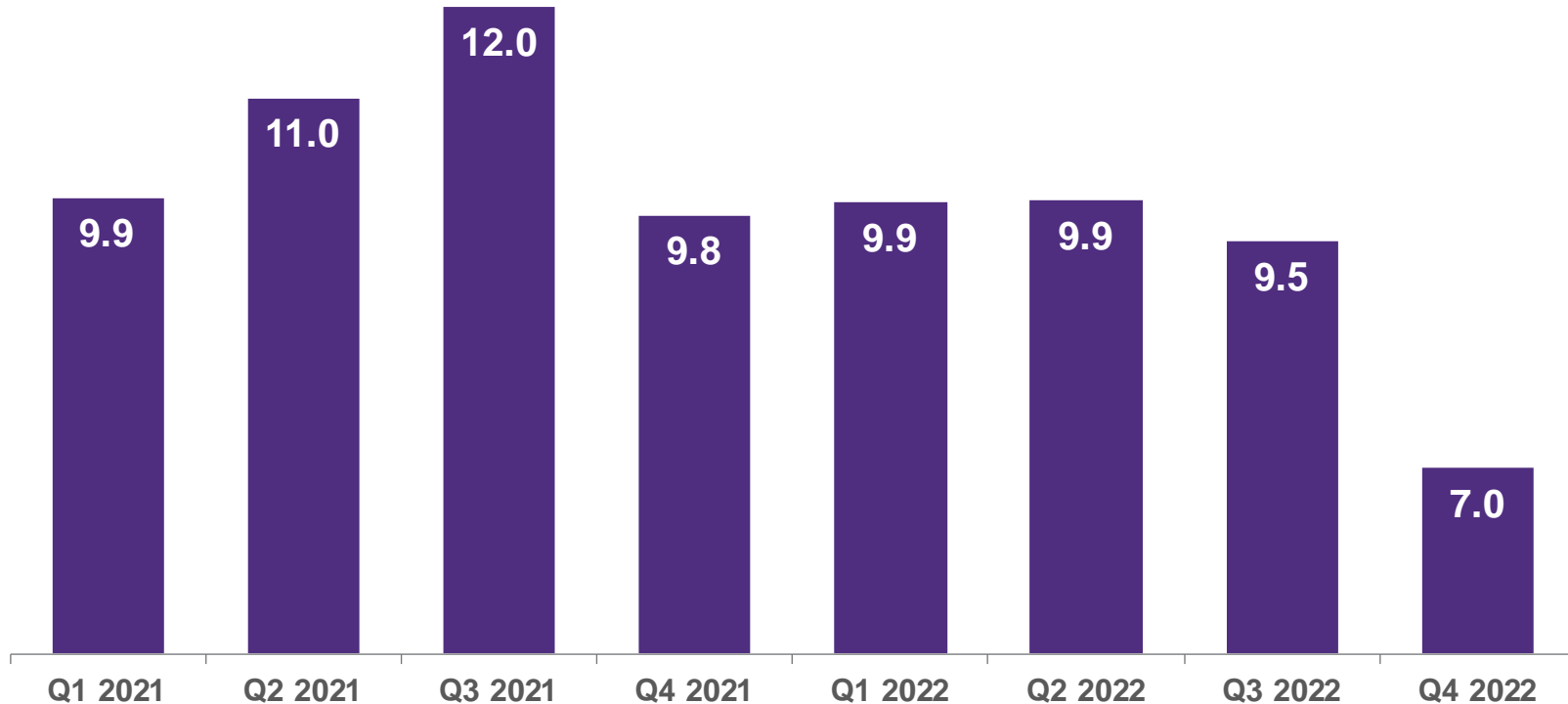


# שיטת המכפיל



# מכפיל EV/EBITDA ממוצע בעסקאות M&A

## מכפיל EBITDA בעסקאות M&A



## סיכום (מכפיל)

- קשר הדוק בין WACC למכפיל
- לחץ דו-כיווני על שווי החברות: ירידה בתוצאות החברות ובתחזיות, לצד ירידה במכפילים.
- "אי-ודאות" המושפעת ממספר גורמים שמתקיימים בו-זמנית:
  - אינפלציה
  - העלאות ריבית
  - השלכות הקורונה
  - פלישת רוסיה לאוקראינה.
- הירידה במכפילים היא תוצאה של הירידה בתחזיות, מכיוון שמכפיל בעיקרו משקף צמיחה חזויה לחברה - אזי בתקופה שבה התחזיות אינן ברורות, גם המכפילים יורדים בהתאמה.

**תודה רבה!**

**רומן פלק, שותף, פאהן קנה יועצים בע"מ**

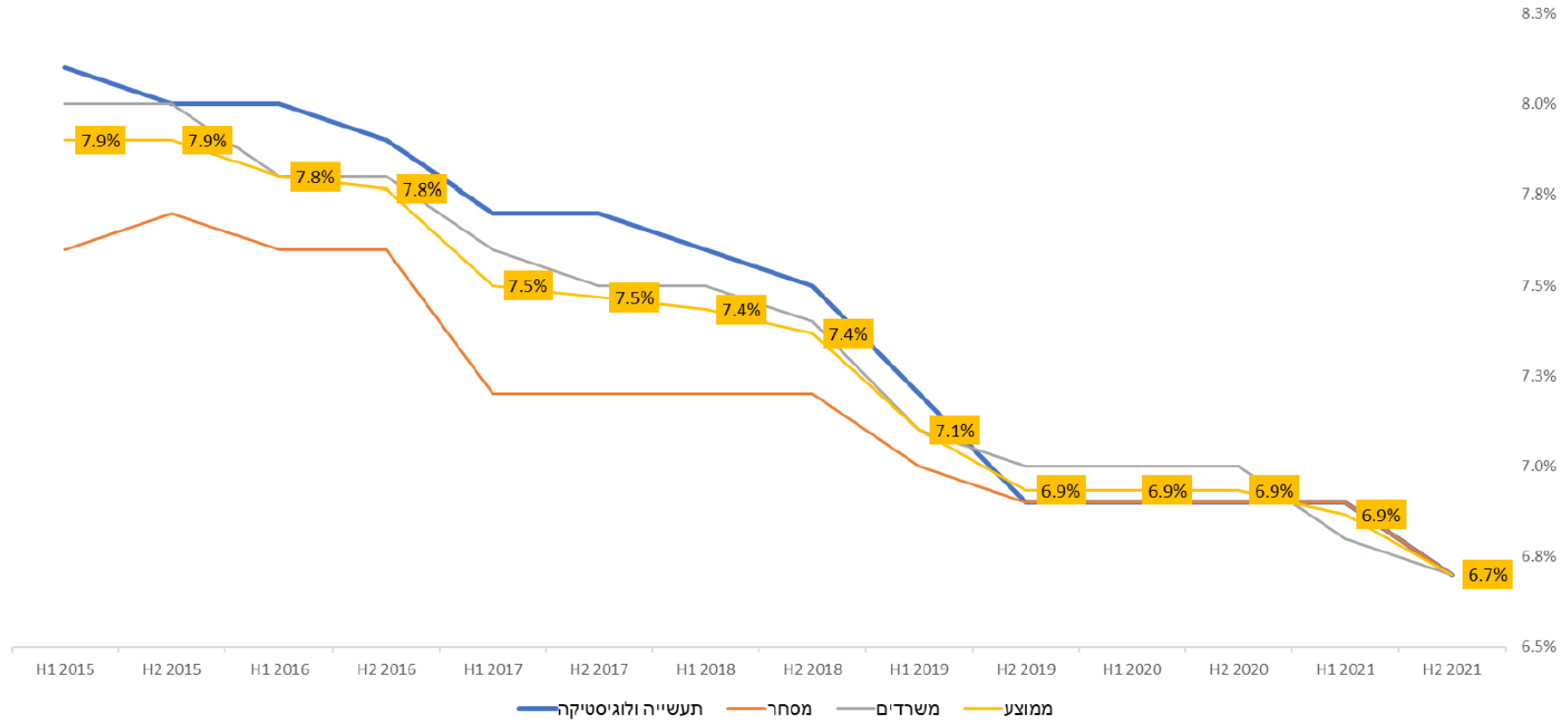
**Roman.Falk@il.gt.com**

**050 7158686**

# השפעות על שיעורי התשואה להיוון במגזר הנדל"ן המניב



# "שיעור ההיוון של השמאים"



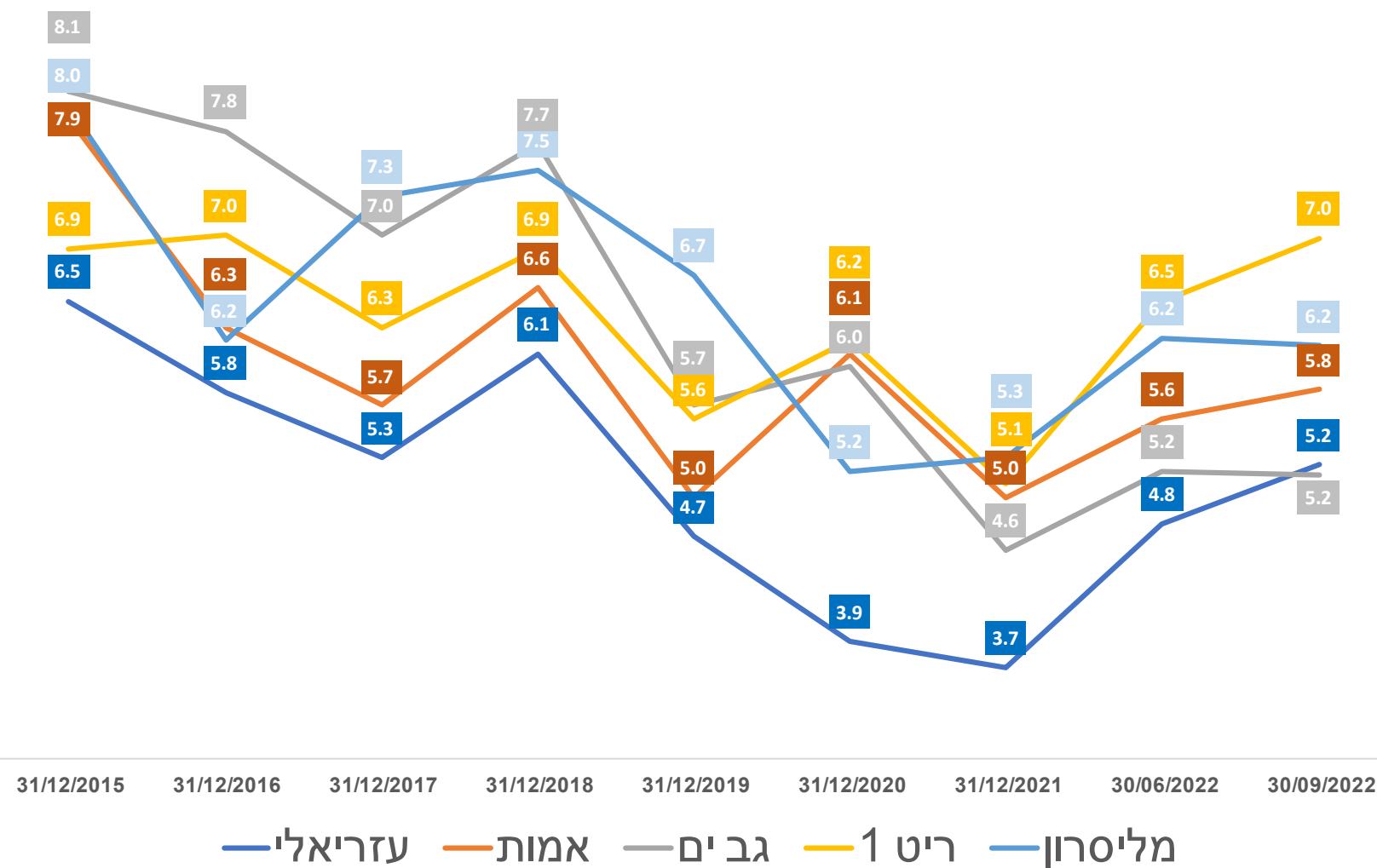
## שיעורי התשואה להיוון במגזר הנדל"ן המניב

שיעורי ההיוון (CAP rates) הממוצעים הגלומים בשווי נכסי הנדל"ן המניב נמצאים במגמת ירידה מתמשכת אך מתונה (כ- 1.2% משיא לשפל) החל משנת 2015.

# שיעורי התשואה הגלומים בשווי חברות נדל"ן מניב

## שיעורי התשואה הגלומים בשווי השוק של חברות נדל"ן מניב

- התנודות בשיעורי ההיוון הגלומים במחירי המניות של החברות הציבוריות גבוהות משמעותית מהתנודות בשיעורי ההיוון של השמאים.
- עלייה מתונה בתשואות הריאליות הגלומות בשווי השוק של החברות, שהגיעו לטווח של 5%-6.5% ב-Q2/22 ו-5%-7% ב-Q3/22.



# סיכום (Cap Rate)

- לפני כשנה, שיעור ההיוון של השוק (Implied Caps) היה נמוך משמעותית משיעור ההיוון של השמאים. הערכות השמאים היו כ-  $-6.5\%$  בעוד בשוק התשואות היו סביב  $7.0\%$ .
- כיום השוק נמצא פחות או יותר באותם אזורים כמו השמאים.
- השמאים עובדים עם העסקאות. כיום אין עסקאות ולכן נראה ששמאים לא יעשו שינויים גדולים.