

הנתון למטה הינו דעתי האישי על Valuation, והיא הגרסא שלי בלבד לתחום. היא תהיה שונה, ותסטה באופן ודאי מאיך שכל גורם אחר מבצע אותה.

בפגישה הראשונה שנערכה, לפני יותר משבוע, התחלנו לדבר על ניתוח עסקים, ולא בניתוח ניירות ערך. זהו נקודה שחשוב להבין אותה. נייר ערך, לפי שהוא מוגדר בוויקיפדיה: "ניירות ערך הם מניות, איגרות חוב, כתבי אופציה וניירות ערך מסחריים שלרוב יש להם ערך כספי מסוים. הם עשויים להיות מונפקים בידי תאגיד (כגון חברה או אגודה שיתופית) או ממשלה. ניירות ערך בדרך כלל נסחרים בבורסה, בה יש שוק מוסדר ומפוקח, בו קונים ומוכרים נפגשים על מנת לבצע עסקאות בניירות ערך, סחורות, מטבע חוץ וכדומה. כיום, מרבית העסקאות מבוצעות בבורסה, אך קיימות גם עסקאות מחוץ לבורסה המבוצעות בדרך כלל על ידי משקיעים מוסדיים. העסקאות מבוצעות על ידי חברי הבורסה. מחירי ניירות הערך הנסחרים בבורסה משתנים באופן רציף מדי יום בהתאם להיצע וביקוש."

ההבדל הוא מהותי, מאחר והעיסוק בנייר ערך הוא עיסוק המדמה שוק, בו קיים מסחר, הוא באופן טבעי מתייחס לרעיון של קנייה ומכירה. בשני הספרים המרכזיים של בנג'מין גרהאם, הוא מתייחס לניירות ערך, ויותר מכך, ניתוח, השקעה ומסחר בהם. זה עיסוק שבגדול אני נמנע ממנו, מכמה סיבות עיקריות. אחד הזירה הייתה שונה בעבר, אג"ח החזיר תשואה גבוהה יותר מאשר היום (למרות שיכול להיות שנשיר שיר אחר עוד שנה, או שנתיים), זאת בעקבות טרנדים שקרו מאז שנות התשעים. סיבה שנייה, לא קיים עסק, שמחליט כי יש לו שנה מעולה להוסיף לנושים שלו עוד כמה אחוזים מעל הלוואה שהוא נתן. עסקים משקיעים רווחים גדולים יותר ממה שהם ציפו חזרה לעסק, או במקרים אחרים, מחזירים (כן מחזירים) כסף מזומן לבעלי המניות. על ההחזר הזה, נדבר בהמשך, כשניגע בהחזר על הון עצמי. כלומר, אם אני רוצה לתת כסף לעסק שאני מאמין בו מספיק שאני אקבל החזר על הלוואה שלי, הוא חייב לענות על כמה דרישות:

- 1) שהוא עסק בינוני מספיק ככה שההחזר על הלוואות שהוא מחזיר יהיה גבוה יותר מאשר ההחזר על ההון העצמי של בעלי המניות. ולא גרוע מדי ככה שהוא יפשוט רגל.
- 2) שהוא עסק מספיק גרוע שהבנקים לא ירצו לתת לו הלוואה.
- 3) שאני יודע להעריך את יכולת ההחזר שלו יותר מאשר הבנקים.

חלק מהעבודה באג"ח הוא יכולת מסחר בהם. יש אג"ח מגוון, ויש ניירות ערך עדיפות ממנו, לדוגמת מניות מועדפות, שמקנות את כל הזכויות של בעלי מניות וגם כמה זכויות שמקבלים נושים.

סיבה שלישית, חייב כמות מסוימת של הון שניתן לתת כהלוואות על מנת לקבל גישה לאג"ח שבאמת יהיה מעניין. כלומר, אג"ח שמשווק לציבור הוא בדרך כלל אג"ח שהוא לא אטרקטיבי לבנקים, למשקיעים גדולים, כלומר הוא חוב בעל סיכון גבוה יותר ביחס לתשואה שלו.

סיבה רביעית, ניירות ערך, אג"ח בעל סיכון גבוה, אופציות ונגזרות הן מסוכנות מאוד, ובדרך כלל גורמות לאסונות מאוד גדולים. וורן באפט מדבר על כך שמתוך מאה מקרים שבהם הוא וצ'ארלי זיהו עסק ששווה לעשות לו שורט, הם צדקו בכל אחד מהמאה המקרים, וכנראה הם היו פושטים רגל ב-99 מהם לפני שהם היו צודקים בשורט.

סיבה חמישית, והיא קריטית להבין למה יש כאלה שעדיין מתעסקים באג"ח גם אם הוא פחות אטרקטיבי מבחינת החזר לאורך זמן, הוא הצורך במזומן שהוא מכניס. זה הסיבה למה בנקים, וחברות ביטוח זקוקות לאג"ח בעיסוק שלהן כדי לעמוד בהתחייבויות שלהן. הם כולם, הסתבכו כאשר התעסקו באופציות ונגזרות, או בגא"ח בעל סיכון גבוה.

באופן קלאסי, ההשקעה בכל נייר ערך (ופתיחת עסק היא השקעה בניירות ערך שהמניות שלו מוחזקות באופן פרטי), מתומחרות כנגד השקעה בסיכון הנמוך ביותר. במערכת כלכלית מודרנית, הזכאות לנכסים של עסק היא לפי סדר של נושים ורק לאחר מכן בעלים. הגורם אליו ניתן לתת הלוואה בסיכון הנמוך ביותר, היא למדינה אשר יש באמצעותה לעמוד בהתחייבויות שלה, גם אם זה אומר שבמקרה הגרוע היא תאלץ "להדפיס" כסף שלה. ההחזר על השקעה, באופן קלאסי מתומחר כנגד שיעור הריבית אשר ניתן לקבל ברכישת אג"ח של ממשלה.

זה מהווה כבסיס לפי טווחי זמן הרצויים. לעניות דעתי, ככל שטווח הזמן נהיה ארוך יותר, השימוש באג"ח, במיוחד ממשלתי כבסיס, הופך להיות פחות ופחות רלוונטי. זהו שימוש מעולה, לארגונים אשר מחזיקים התחייבויות אליו ההון אמור להיות מיועד, גם אם זה רק במקרה חירום (חברות ביטוח ובנקים שמתנהלים עם float). למשקיע שמעוניין להשקיע לזמן ארוך טווח, עשור לפחות, השימוש שאני מביט בו הוא בהשוואה לממוצע של אינדקס כדוגמת S&P500, ואני מגדיר לעצמי השוואה ל-6% לאורך זמן, כהחזר בסיסי על ההון העצמי. החזר על הון עצמי, הוא המפתח שאנחנו הולכים להתרכז בו, תמיד, ועליו מתבסס כל העולם העסקי.

### השקעות, היא מתן כסף עכשיו בעבור קבלה חזרה של כסף רב יותר בעתיד.

אנחנו נשווה תחילה עם הנכס הקל ביותר והפשוט ביותר להבנה עבור האדם הממוצע. במדינת ישראל, בדיוק כמו לכל בן אדם בעולם המערבי, המפגש הראשון שיש לו עם נכס כלשהו, ברמת המודעות הפיננסית, הוא נדל"ן למגורים. לשם הדוגמא, אנחנו נסתכל על נדל"ן למגורים באופן חשבונאי בצורה יבשה. השימוש יהיה במספרים יבשים ובצורה לא תואמת מציאות לצורך המחשת הרעיון. מה שאנחנו נעשה, הוא אנחנו נבנה את כמות המזומן שהנכס יצטרך להפיק לאורך זמן. אנחנו נבצע את כל המבנה הזה, בצורה הפוכה למה שנפוץ. כלומר, בדרך כלל נותנים הכנה צפויה ומפרקים אחורה את ההתחייבויות, בעוד שאנחנו נתחיל מההתחייבויות, ועליה נרכיב את ההכנסה.

מתמטיקה חשובה: חישוב Compound Interest. ריבית דריבית...

$$A = P\left(1 + \frac{r}{n}\right)^{nt}$$

**A=final amount/סופי סכום**

**P=initial principle balance/הסכום הראשוני**

**r=interest rate/שיעור הריבית**

**n= number of times interest applied per time period/הקצוב/מספר הפעמים של כפל הריבית בפרק הזמן הקצוב**

**t= מספר הפעמים שפרק הזמן חוזר על עצמו**

נקודות חשובות:

אדם א' בוחר לרכוש בית, עם 300 אלף ש"ח במזומן שלו עצמו, כלומר הון עצמי, ו700 אלף ש"ח מהלוואה שהוא לקח הפרוסה ל20 שנים שבסופה הוא יחזיר לבנק את 700 אלף השקלים שלוה בתוספת של מאה 100 אלף ש"ח. כלומר ברגע זה, book value של הדירה ל היא מליון שקלים, ומתמחרת להיות שווה לפחות 1.1 מליון ש"ח לאחר 20 שנה. כלומר, הבנק, צופה עליית ערך מינימאלית של 10 אחוזים בעשרים שנה. כלומר החזר של עליית ערך מינימאלית שנתית של:

0.004776882%

בשנה.  
המשוואה:

$$1,000,000 * X^{20} = 1,100,000$$
$$X = \sqrt[20]{1.1} = 1.004776882$$

כלומר, נניח, שהדירה נותנת הכנסה כלשהי בשנה הראשונה, ושהמשך הצמיחה של ההכנסה יהיה קבוע, אזי הרווחים בשנה הראשונה עליהם להיות במינימום 4776.882 ש"ח ולצמוח בכל שנה ב

0.004776882%

ברגע זה, חישובנו מהי ההכנסה המינימאלית של אשר הדירה תצטרך להפיק על מנת לעמוד בהתחייבויות שנקחו.

\*\*\*נקודה חשובה: ככל שהאחוז של ההלוואה מתוך שווי הנכס משתנה, וכמו כן ערך הרווח אשר המלווה צפוי לקבל משתנים, המספרים שלנו ישתנו בהתאם)\*\*\*\*

נניח כי ההוצאות על שעות עבודה (זמן ההתעסקות עם שוכרים, בעלי מקצוע וכו') והוצאות נוספות לדוגמת שיפוצים וכדומה עומד על 5000 ש"ח בשנה הראשונה, וצומחת בקצב הצמוד לאינפלציה.

נמצא כעת מה ההכנסה שעל הדירה להפיק על מנת לעמוד כנגד אינפלציה, ההוצאות וההתחייבויות שלה. נגדיר את האינפלציה ב-3% כממוצע לאורך 20 שנה בתור מרחב בטיחות. נניח כי ההוצאות קורות בסוף כל שנה.

שנה	החישוב	ההוצאה בשנה הנתונה
1	$5000 * 1.03^0$	5000
2	$5000 * 1.03^1$	5150
3	$5000 * 1.03^2$	5304.5
4	$5000 * 1.03^3$	5463.635
5	$5000 * 1.03^4$	5627.54405
6	$5000 * 1.03^5$	5796.370372
7	$5000 * 1.03^6$	5970.261483
8	$5000 * 1.03^7$	6149.369327
9	$5000 * 1.03^8$	6333.850407
10	$5000 * 1.03^9$	6523.865919
11	$5000 * 1.03^{10}$	6719.581897
12	$5000 * 1.03^{11}$	6921.169354
13	$5000 * 1.03^{12}$	7128.804434
14	$5000 * 1.03^{13}$	7342.668567
15	$5000 * 1.03^{14}$	7562.948624
16	$5000 * 1.03^{15}$	7789.837083
17	$5000 * 1.03^{16}$	8023.532195
18	$5000 * 1.03^{17}$	8264.238161
19	$5000 * 1.03^{18}$	8512.165306
20	$5000 * 1.03^{19}$	8767.530265

סך הכל חיבור כל ההוצאות לאחר 20 שנה, הוא 126087.6343 ש"ח. כלומר, הנכס צריך להחזיר לנו הכנסה אשר תכלול גם את ההוצאות לאורך הזמן הנתון.

מה זה אומר לנו? בשורה התחתונה, הנכס צריך להפיק לנו מזומן בסדר גודל של 226,088 ש"ח רק כדי שלא נפסיד כסף. מה זה אומר לנו לגבי הכנסה? נניח כי ההכנסה הרצויה מדירה שנקנתה במליון שקלים היא חמישה אחוזים, כלומר 50 אלף ש"ח. כלומר, אם הדירה, לא תגדיל את ההכנסה שלה לאורך 20 השנים הקרובות, ההכנסה במזומן יהיה מליון שקלים.

נחשב את השינוי בכוח הקנייה של מליון השקלים שנתנו היום, לאורך 20 שנה, על מנת לעמוד בתנאי האינפלציה. כלומר, ניקח מליון שקלים, ולפי

$$1,000,000 * 1.03^{20} = 1806111.235$$

כלומר, ערך ההכנסה במזומן של הדירה (1,000,000) + ערך הנכס (1,000,000) הוא 2 מליון שקלים. לאחר כל זאת, ראינו שהרווחנו כסף.

$$1806111.235 + 126087.6343 = 1932198.869$$

עכשיו אני הולך לומר את אחד הדברים החשובים להבין, ערך של כל נכס הוא שווה בדיוק

ברגע זה, נדמה שהדירה עצמה ברגע הקנייה לא הייתה שווה, מליון שקלים. כמה היא הייתה שווה? בהתאם לחישובים הקודמים, 67801.131 ש"ח עוד 20 שנה. ברגע הקנייה, הרווחנו 36869.87148 ש"ח של היום.

כלומר, הערך הכלכלי פנימי (שזה שם מטומטם מאוד בעברית ולכן אנחנו נקרא לו מחיר הבסיס מעכשיו). מחיר הבסיסי של נכס, הוא אם כמה מזומן הנכס או העסק, שווה לאורך כל חייו.

ועכשיו אנחנו הולכים להתחיל לשחק עם זה משחקים. מה הכוונה? הערך הבסיסי שחישבנו הוא תלוי בכמה דברים. נניח כי לאחר 20 שנה, אף אדם לא ירצה יותר לגור בנכס.

כמה? זה שאלה טובה, כי אפשר לעשות את זה מורכב מאוד מהר מאוד. תוסיפו על כל זה מיסוי, מפני שהכנסה משכירות ברמות שונות עלולות להיות ותחשבו את כל הפרש בהשוואה לכוח הקנייה היום, ו

נניח שהשוק מתמחר דירה של 1,000,000 ש"ח לפי הכנסה שנתית של 5%. כלומר, הכנסה שנתית משכירות בשווי של 50 אלף ש"ח.

ואם הכנסנו את גורם האינפלציה, ערך הנכס לאחר 20 שנה, במידה והוא אינו עולה במסגרת השוק

כלומר:

כלומר, אני מעוניין בקבלת הכנסה של

על כך אנחנו נוסיף גם הכנסה. נניח כי שכירות ממוצעת על הקרקע הנתונה היא 55 אלף שקלים בשנה הראשונה. בנוסף הוצאות על בלאי(שיפוצים) והתעסקות עם השוכרים עולה 5000 ש"ח. כלומר סך הרווחים בשנה הראשונה היא 50,000.

מכאן מכפיל הרווח הוא 5. וההחזר על הון עצמי הוא 16.6666%.

נניח שקיימת צמיחה. ברווחים (לאחר ההוצאות) גם של 5% בשנה במוצע (calculate the total return of cash you are expecting as a return of rent). ופה נקודה חשובה מאוד. ההתעסקות בעליית ערך של דירה למגורים, שקולה להנחה שעליית מחיר של מניה של חברה מסויימת, כלומר, האמונה כי ערך דירה, נכס או עסק יעלה בצורה שאינה קשורה לעליית הרווחים היא תלושה מהמציאות.

נניח כי עליו להחזיר כל שנ

מה המזומן החופשי (הכסף שנשאר לחברה/עסק/או במקרה זה המשכיר לאחר שהוא מסיים את כל ההתחייבויות שלו)