

## מדריך למשקיע המתחיל – כך תנתחו מניות ותזהו אפסייד כלכלי

בשוק ההון יש אינספור דיעות, תחזיות ורעשים, אך מאחורי כל השקעה מוצלחת עומדת שאלה פשוטה אחת – כמה שווה החברה באמת, והאם המחיר בבורסה נמוך מזה?

זו מהות הניתוח הכלכלי (פונדמנטלי). במאמר זה אציג בצורה פשוטה וברורה, כיצד משקיע מתחיל יכול להעריך שווי של מניות ולזהות פוטנציאל אפסייד, על בסיס שתי השיטות המרכזיות בעולם ההשקעות:

1. ניתוח שווי נכסי (NAV) – מתאים לחברות שבעיקר מחזיקות נכסים, כמו חברות נדל"ן, נפט וגז, תשתיות וכו'
2. ניתוח מכפילים (P/E) – מתאים לחברות שבעיקר מייצרות רווח מפעילות שוטפת כמו חברות ביטוח, בנקים, טכנולוגיה, שירותים וכו'.

### שיטה ראשונה - ניתוח לפי שווי נכסי (NAV)

זו אחת השיטות החזקות ביותר והיא גם מאד אינטואיטיבית, להלן שלבי הניתוח לפי שיטה זו:

1. יש לאסוף את כל נכסי החברה ולהעריך את שוויים, אם אפשר לפי הערכות חיצוניות ולא "לפי דעת החברה", למשל נכסי נדל"ן לפי שמאים חיצוניים, אחזקות בחברות בנות לפי שוויין בבורסה, מאגרי נפט וגז לפי דוחות עתודות חיצוניים (כגון NSAI) וכו'. לעיתים שווי הנכסים הוא עתידי (למשל נכס מאגר גז שיהיה שווה 100 בעוד שנה) ובמקרה זה חשוב להוון את כל הנכסים לערך נוכחי (Present Value) לפי מקדם היוון מקובל בתחום או שמקדם נחליט עליו, בד"כ ההיוון נקבע על פי הריבית האלטרנטיבית בשוק שאפשר לקבל על הכסף. למשל \$100 בעוד שנה יהיו שוויים רק כ-90 דולר בערך נוכחי במקדם היוון של 10% (כי נוכל לקחת את ה-\$90, להפקיד בבנק ולקבל 10% לשנה שיגיע ל-\$100 בעוד שנה). התוצאה של שלב זה היא רשימת כל הנכסים וערכם לזמן הנוכחי שמסתכמים למה שנקרא "שווי נכסים ברוטו" או באנגלית Gross Assets Value - GAV.
2. בשלב זה סוכמים את כל חובות החברה. גם פה נסכם את החובות השונים בערך נוכחי, כלומר חוב של 100 לשלם עוד שנה שווה רק חוב של כ-90 היום אם מניחים ריבית 10%. במידה ויש מזומן בקופת החברה יש לקזזו מהחוב, למשל אם סה"כ החוב הוא 100 ויש מזומן 5, אז החוב נטו הוא 95. התוצאה של שלב זה היא סה"כ החוב נטו של החברה, בערך נוכחי – Net Debt
3. בשלב הבא נפחית החוב מסך הנכסים ברוטו (GAV) ונקבל את השווי הנכסי נטו של החברה או Net Assets Value (NAV).
$$NAV = GAV - Net Debt$$
4. בשלב הבא ניקח את כמות המניות שיש בחברה (הנתון הזה מופיע בדוחות הכספיים) ונחשב את השווי הנכסי נטו למנייה. זהו בעצם השווי הכלכלי של המנייה.
$$NAV \text{ per Share} = NAV / \text{Number of Shares}$$
5. בשלב הבא, נשווה את השווי הכלכלי של המנייה למחירה בבורסה וזה יתן לנו את האפסייד או הדאונסייד שיש במנייה. למשל אם השווי הכלכלי של מנייה הוא \$100 ומחירה בבורסה היום הוא \$40 אזי יש אפסייד (פוטנציאל לעליות) של 150% (מ-40 ל-100).
$$Upside \text{ (or Downside)} = NAV \text{ per Share} / \text{current share price} - 1$$

אם בדקנו את החישובים ואנו משוכנעים שחישבנו נכון, יש מקום לשקול רכישת מניות של החברה.

יש לבחון את הנתונים בקפידה ובמשנה זהירות וכאשר מתקבל פער משמעותי בין שווי השוק לבין השווי הכלכלי, אין בכך בהכרח כדי להעיד על טעות שלנו בחישוב, וזאת, בין היתר, משום שהשוק עלול לכלול עיוותים זמניים מסוג זה. עם זאת, חשוב להתייחס לפערים כאלה בזהירות, לבחון מחדש את ההנחות, ולפעול מתוך הנחת עבודה שלפיה, בהינתן שהניתוח תקף, ייתכן כי הפער יצטמצם בהמשך.

### שיטה שנייה – ניתוח לפי מכפילים

שיטה זו מתמקדת ברווחים של החברה כלהלן:

1. בשיטה זו ננסה להבין מהדוחות הכספיים של החברה מהו הרווח הנקי שלה בשנה האחרונה. רווח נקי הוא הרווח אחרי הפחתת כל ההוצאות, כל המיסים. רווח נקי משקף את הנטו שנשאר לבעלי החברה מפעילות החברה.
2. כעת נחלק את הרווח הנקי בכמות המניות של החברה לקבל הרווח הנקי למנייה (EPS):  
$$\text{Earning per Share (EPS)} = \text{Net Profit} / \text{number of shares}$$
3. בשלב הבא ניקח את מחיר המנייה בבורסה ונחלק ברווח השנתי הנקי למנייה, ונקבל את "מכפיל הרווח" או (Price per Earning (P/E), למשל אם מניה מסוימת נסחרת ב\$140 והרווח הנקי למניה שחישבנו, היה \$20, אזי מכפיל הרווח הוא 7.  
$$\text{Price per Earning (P/E)} = \text{Share Price} / \text{EPS}$$
4. דרך נוספת להסתכל על זה, היא שהמכפיל הוא בעצם מספר השנים שיקח לי לקבל את כספי בחזרה במידה שאני קונה את המניה היום ובמידה שהחברה תרוויח בכל שנה בממוצע כמו בשנה האחרונה... כלומר אם מחיר המניה הוא 140 ואם כל שנה הרווח השנתי הנקי של החברה הוא 20, אזי כבעל מניות, אחזיר את ההשקעה תוך 7 שנים. ככל שהמכפיל קטן יותר, המשמעות היא שהחברה זולה יותר, קרי אחזיר את ההשקעה המקורית מהר יותר.
5. בשלב הבא יש להבין מהו מכפיל הרווח האופייני לחברות בענף או בסקטור או בשוק שבו פועלת המנייה שאנחנו מנתחים. למשל אם מדובר בחברת ביטוח בישראל, ניקח כמה חברות ביטוח נוספות ונחשב גם עבורן את מכפיל הרווח כדי להבין את המכפיל האופייני בסקטור הביטוח בישראל. מכפילים ענפיים בד"כ מפורסמים גם ע"י אנליסטים וניתן לבצע חיפוש באינטרנט ולהבין מהו המכפיל האופייני בכל ענף.
6. בשלב הבא ננסה להביא מה היה אמור להיות מחיר המנייה (המחיר ההוגן או השווי הכלכלי) אם היינו מחשבים לפי המכפיל הממוצע בענף, למשל אם המכפיל הממוצע בענף הוא 10 והרווח למנייה הוא בדוגמא הקודמת \$20, הרי שמחיר המנייה היה אמור להיות \$200 אם היתה "מתנהגת" (נסחרת) לפי הממוצע בענף  
$$\text{Fair Price} = \text{EPS} \times \text{Sector P/E}$$
7. ועתה נוכל לחשב את האפסייד או דאוניסייד, למשל אם המנייה כעת במחיר 140 אבל לפי המכפיל הממוצע, המחיר שלה היה אמור להיות \$200, אזי יש אפסייד של כ-43% (1-140/200), כלומר יש למנייה פוטנציאל עליה של 43% להגיע למחיר שוק במכפיל ממוצע.  
$$\text{Upside (or Downside)} = \text{Fair Price} / \text{Current Share Price} - 1$$

### טעויות נפוצות של משקיעים

## להלן מספר טעויות נפוצות של משקיעים מתחילים

- בלבול בין הכנסות לרווח, או בין רווח תפעולי, לרווח גולמי ולרווח נקי. בשיטת המכפילים אנחנו מחפשים רק רווח נקי
- חישוב שווי הנכסים אך התעלמות מהחוב, לצורך חישוב ה-NAV
- התעלמות ממימד הזמן – תמיד צריך להוון ערכים עתידיים לערך נוכחי לפי מקדם אחיד ומוסכם.

כאמור משקיע טוב לא שואל "האם מנייה מסוימת תעלה?", אלא "כמה היא שווה ומה הפער בין שוויה הכלכלי למחיר הנוכחי?" - השוק לא מושלם ותמיד צריך לחפש פערים ולהעדיף להיות שמרניים בחישוב ולא אופטימיים מידי. תמיד עדיף להטות את ההערכות שלנו לצד הזהיר, כלומר להיות שמרנים וזהירים יותר, מאשר להיות פזיזים וחסרי זהירות. חשוב תמיד לזכור שהשוק אולי טועה בטווח הקצר אבל תמיד נוטה להתכנס לערך הכלכלי האמיתי עם הזמן.

ניתוח מניות אינו קסם אלא מתודולוגיה, כלומר "לעבוד" ביסודיות לפי שיטה מסודרת ולא על סמך אינטואיציה. ברגע שלמדתם לחשב NAV ולהבין מכפילים, אתם כבר מעל רוב המשקיעים. השלב הבא יהיה לשלב בין השיטות, להבין סיכונים ולבנות תזת השקעה מלאה.

בן ויינברגר

12/4/2026

האמור במאמר משקף דעה אישית בלבד, אין אחריות לנתונים המוצגים והמאמר אינו מהווה ייעוץ השקעות ו/או המלצה לפעולה כלשהי.