

בכל שנה מודיעות עשרות חברות ציבוריות בישראל על מיזוג או רכישה, אצל חלקן המהלך משנה את פני העסק, ואצל אחרות מתברר בדיעבד שהמחיר היה גבוה מהיכולת לשאת אותו. ההבדל כמעט אף פעם אינו באיכות הרעיון אלא בשני משתנים עיקריים שניתן לזהות מראש.



מיזוגים ורכישות המבחן של ההנהלה

ניתוח של חברת Exponent IR | ספטמבר 2026

לקריאת המחקרים הקודמים:




מדד באפט בישראל
חצה את ה-100%

דיווח על הדוח IR Exponent | 2026 ינו



משברים לא מוחקים ערך, הם מחלקים
אותו מחדש

מרץ 26

מיזוגים ורכישות הם מהאירועים המשמעותיים ביותר בחייה של חברה ציבורית. האופן שבו מספרים עסקה, מסבירים את ההיגיון שמאחוריה ומציגים את התמונה המלאה למשקיעים, יכול להשפיע באופן מהותי על האופן שבו השוק מעריך את החברה.

באקספוננט אנחנו מנהלים את יחידת המחקר העצמאית היחידה בישראל בחברת קשרי משקיעים. אנחנו מאמינים שקשרי משקיעים מקצועיים חייבים להתבסס על מחקר, נתונים וניתוח השוואתי רלוונטי ודינמי. את הידע שאנחנו צוברים אנחנו מעמידים לרשות לקוחותינו ומשתפים חלק ממנו גם עם השוק, במטרה להרחיב את הידע ולהציב סטנדרט מקצועי גבוה יותר.

הפעם, בסדרת המחקרים של אקספוננט, בחרנו להעמיק בנושא ה-M&A בעזרת ניתוח של שלושה קייס סטדי המציגים תרחישים שונים.

כשמשקיע בוחן עסקה הוא בוחן את הפער בין המחיר להבטחה.

מיזוג או רכישה עשוי להיות מהלך משמעותי עבור חברה ציבורית. המשקיעים נמצאים בדילמה לגבי פוטנציאל העסקה: האם השווי שיייוצר יצדיק את המחיר, את המינוף ואת הסיכון. כדי לדעת להעריך אם העסקה תצליח או לא, משקיעים בוחנים מספר פרמטרים בשני טווחי זמן.

בטווח הארוך

החברה נדרשת להוכיח את התוצאה, המשקיע יוכל לבחון את התזה שלו

בטווח הקצר

השוק בוחן אם יש היגיון בעסקה, המשקיע עושה הערכה של האתגרים שאפשר לבחון עוד לפני שההבטחה מתממשת.

כבר בטווח הקצר השוק מנסה לתמחר את מה שהוא מבין על העסקה באותו רגע, ותגובת המניה מיד אחרי ההודעה יכולה להיות שונה לגמרי מזו שתגיע בטווח הארוך. הפער הזה הוא חלק מהנרטיב שהחברה צריכה לדעת לספר.

שאלות לבחינת מיזוג ורכישה

01	האם הפעילות משתלבת בתוך התשתית הקיימת?	אותם לקוחות, אותו תחום, אותו מוניטין
02	האם לחברה יש את האמצעים לממן את הרכישה?	או שנדרשים חוב, דילול והשקעה
03	עד כמה לחברה יש מרווח תמרון בתוך התחזית שלה?	ככל שיותר כך יש סיכון נמוך יותר
04	מתי אנחנו צפויים לראות את השפעת הרכישה?	מתי הסיפור יכגוש את המציאות
05	מה היחס בין מכילי החברות?	כשמכיל החברה הרוכשת גבוה ממכיל החברה הנרכשת יש מקום להצפת ערך

משקיעים בשוק ההון מתמחרים עסקאות על פי מספר פרטמטרים, ושניים מרכזיים מהם הם ההתאמה של החברה הרוכשת לנרכשת, והעלות של העסקה.

משם נגזר גם הנרטיב שהחברה יכולה לספר - ככל שפחות מהלכים ושינויים צריכים לקרות, כך פשוט יותר לספר את הסיפור.

יכולת מימון

האם החברה יכולה לממן את העסקה עד לרגע שבו היא מוכיחה את עצמה בדוחות

עסקה שנשענת על חוב יקר עשויה לקצר את לוחות הזמנים, דבר שהחברה לא תמיד שולטת או עומדת בהם.

סינרגיה

האם הפעילות הנרכשת נשענת על הנכסים הקיימים בחברה

מוניטין

ערוצי הפצה

תשתית

לקוחות

ככל שהחפיפה גדולה יותר, המינוף התפעולי עובד לטובת הרוכשת, והסינרגיה צפויה להיות גדולה יותר.

עסקה יכולה להיות נכונה לחלוטין מבחינת סינרגיה ולהישבר על יכולות המימון

קיים סטדי 01

טבע - אקטביס

סינרגיה: ההיגיון התעשייתי היה נכון.



מימון: מבנה המימון לא הותיר זמן להוכיח את עצמו.



העסקה הנכונה. המבנה הלא נכון.

היגיון תעשייתי

סינרגיות שנתיות צפויות של כ-1.4 מיליארד דולר.

סינרגיה על הנייר

מחיר העסקה 40.5 מיליארד \$

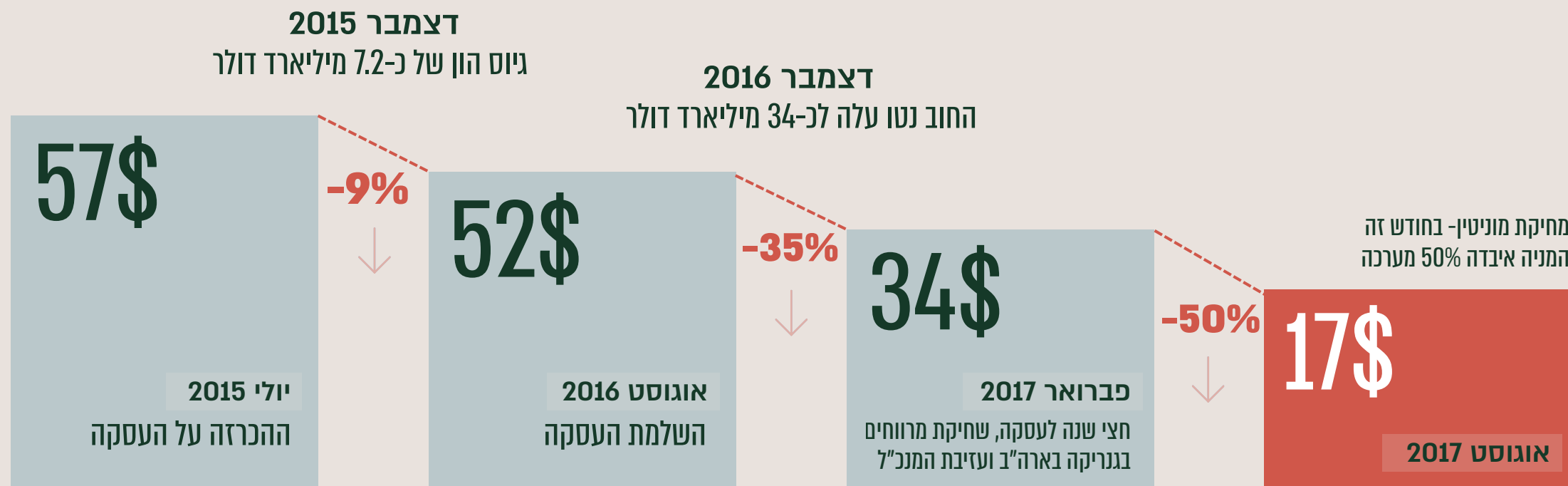
גידול בחוב של מעל 30 מיליארד \$

יחס החוב נטו ל-EBITDA זינק ל-4.85

מבנה המימון

מבנה מימון העסקה הכריע את הכף במקרה של טבע

שווי המניה לאורך ציר הזמן - ארבע נקודות מדידה



מההכרזה עד השלמת העסקה, המשקיעים תמחרו סינרגיה חיובית, שנה לאחר מכן הם כבר תמחרו את גובה המימון

קיים סטדי: טבע - אקטביס

מבט על מכפיל העסקה המחיר ששולם

15-17x	מכפיל EBITDA בעסקה
11.5-12x	מכפיל החברה הרוכשת
שילמה מעל למכפיל שלה	היחס בין השניים

מה נדרש להצדקת המחיר: מימוש מלא של תכנית הרכישה

מכפיל אקטיביס היה גבוה ממכפיל טבע, שהיה גבוה גם ממכפילי עסקאות דומות בענף

**המכפילים בקירוב

קיים סטד: טבע - אקטביס

המספרים בעסקה

2015 לעומת 2017

הכנסות	גידול של 14% בהכנסות
שיעור רווחיות	שחיקה של 9% במרווח הגולמי
רווח בשורה התחתונה	מעבר להפסד
תזרים חופשי	נכילה בתזרים מפעילות שוטפת
מינוף אחרי העסקה	חוב נטו ל-EBITDA זינק ל-4.85

הגידול בהכנסות לא ירד לשורה התחתונה

בטבע החיסכון התפעולי התממש בחלקו, אך נבלע בשל עלויות המימון

קיים סטדי 02

טלסים - Variscite

סינרגיה



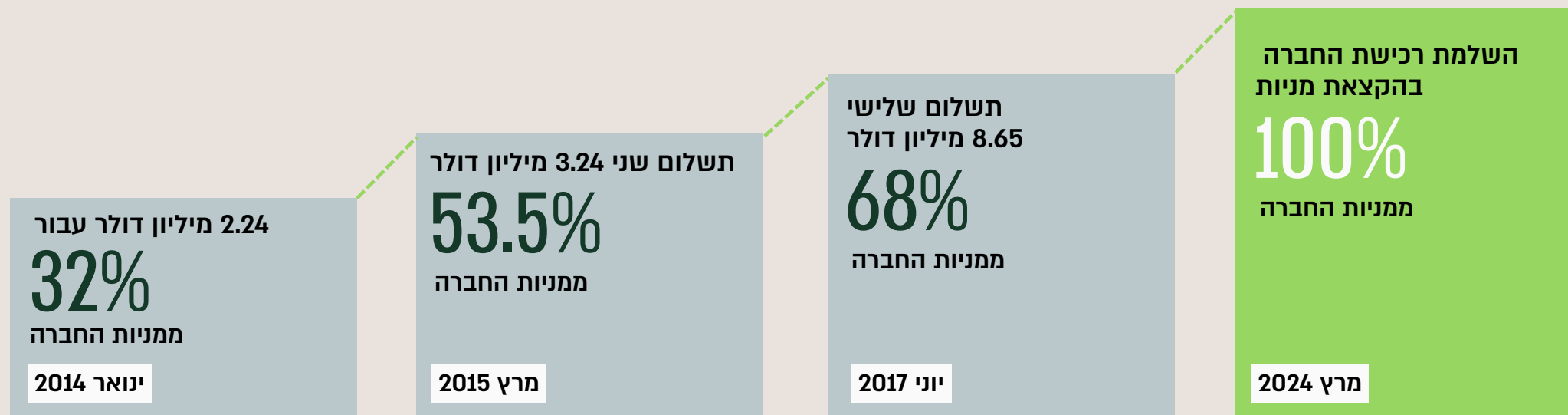
מימון



רכישה שגדלה בהדרגה, עד שהנרכשת הפכה למנוע הצמיחה של הקבוצה.

איך ההחזקה בחברה הנרכשת עלתה בשלבים

החזקה בחברת וריסייט לאורך ציר הזמן



הגדלת החזקה מדורגת, כדי לבחון את הסינרגיה לאורך זמן מה שבא לידי ביטוי בעלויות העסקה

ודאות עולה כסף וטלסים בחרה לשלם אותו

מכפיל הרכישה עלה בכל שלב, אך במקביל עלה גם ערכה של Variscite. מה שטלסים קנתה בתמורה למחיר הגבוה יותר היה ודאות: לבעלי המניות שלה.

2024 שליטה מלאה

רכישת 100% שכבר אוחדה בדוחות

לפי מכפיל EBITDA של כ- 8.5



במהלך השנים הגדלה מדורגת

הגדלת כדאיות, הפיכת החברה
למנוע צמיחה משמעותי



2014 החזקה ראשונית

רכישת מניות לפי
מכפיל EBITDA של כ- 5.7

אף שלב לא מימן תחזית.

קיים סטדי: טלסים - Variscite

מבט על מכפיל העסקה המחיר ששולם

5.5–6.0x	מכפיל EBITDA בעסקה
7.5–8.5x	מכפיל החברה הרוכשת
שילמה מתחת למכפיל שלה	היחס בין השניים
8.0–9.0x	מכפיל בשלב האחרון

מה נדרש להצדקת המחיר: גידול מדורג בהכנסות וברווחיות

מכפיל Variscite היה נמוך ממכפיל טלסים, וממכפיל ה-EBITDA הממוצע באותם שנים ולכן ונתפס כהזדמנותי

**המכפילים בקירוב

המספרים בעסקה
2014 עד 2024

הכנסות	גידול מדורג בהכנסות
שיעור רווחיות	שיעור משמעותי ומתמשך במרווח הגולמי ווהתפעולי
רווח בשורה התחתונה	גידול של פי 13 ברווח הנקי בתוך עשור
תזרים חופשי	מעבר לתזרים חיובי חזק
מינוף אחרי העסקה	שמירה על יחס חוב למאזן נמוך
בשורה התחתונה צמיחה מתמשכת בכל הפרמטרים	

במקרה של טלסים השיפור נבנה לאורך הזמן בצורה עקבית ללא הכבדה מצד עלויות המימון

קיים סטדי 03

גלובורנדס

סינרגיה ?

מימון ✓

מה קורה כשחברה עם תשתית פעילה וממומנת
מחפשת פעילות סינרגטית?

מעור פעיל שממתין לפעילות הבאה

גלוברנדס בנתה במהלך השנים מערך הפצה ארצי שמשרת רשתות מזון, בתי מרקחת וקמעונאים. המערך פעיל וממומן במלואו.

רישוי וקשרים

ידע רגולטורי וקשרי
קמעונאות

כוח מכירות

נוכחות בנקודות
המכירה בכל הארץ

צי הפצה

משאיות ומסלולים
ארציים קיימים

מרלוג

מרכז לוגיסטי פעיל,
עם קיבולת

הפלטפורמה כבר ממומנת ← נשאר משתנה אחד: סינרגיה

מה לגבי פרופיל הסיכון / סיכוי

מציאת הפעילות המתאימה

פעילות עם מקסימום התאמה ומנימום
משתנים לתשתית הקיימת

העלויות הקבועות משולמות

מרלו"ג, צי הפצה וכוח מכירות פועלים ממילא.
המינוף התפעולי עובד לטובת החברה.

הנכס כבר ממומן

אין צורך בחוב חדש או בדילול
ולכן אין לוח זמנים שנכפה מבחוץ
אפשר להמתין לעסקה הנכונה
במקום למהר לזו הזמינה

המבחן של החברה הוא למצוא את הפעילות שתמקסם את הסיכוי ותמזער את הסיכון

מה קרה בשלושת המקרים

טבע



סינרגיה גבוהה
יכולת מימון נמוכה

ההיגיון התעשייתי לא הספיק, מפני שמבנה החוב
לא השאיר זמן להוכיח אותו.

טלסים



סינרגיה גבוהה מימון
מתוך הקיים

כל שלב הוכיח את עצמו לפני שהחברה מימנה את הבא אחריו.

גלובורנדס



תשתית ממומנת
סינרגיה בבחינה

המשתנה היחיד שנותר פתוח הוא הפעילות שתיכנס למערך הקיים.

מנקודת המבט של ההנהלה

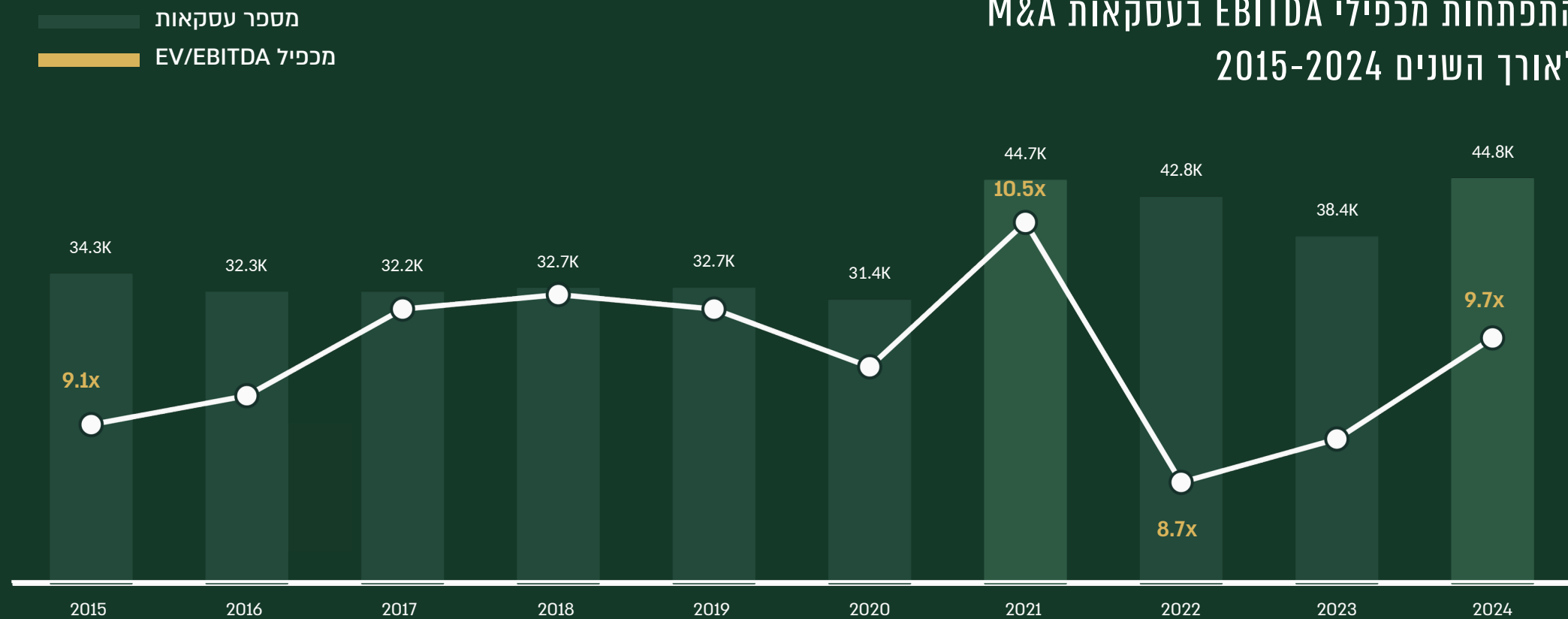
"מיזוג או רכישה הם הרגע שבו חברה מבקשת מהשוק להעריך משהו שעדיין לא קרה. ככל שהיא מגדירה בעצמה לפי מה ייבחן המהלך ומתי, כך נשאר פחות מקום לפרשנות של אחרים"

ערן גבאי

מנכ"ל משותף אקספוננט



M&A התפתחות מכפילי EBITDA בעסקאות לאורך השנים 2015-2024



מקור: PitchBook Global M&A Report

מחזור אחד, ארבע שנים

דוגמה למחזור עסקי של מיזוגים ורכישות
בשנים 2021-2024 מכפיל EBITDA ומספר עסקאות M&A

2024	2023	2022	2021
שנת ההתאוששות	שנת ההתכווצות	הסגירה המאוחרת	שנת ההייפ
מכפיל 9.7x	מכפיל 9.0x	מכפיל 8.7x	מכפיל 10.5x
עסקות 44.8K	עסקות 38.4K	עסקות 42.8K	עסקות 44.6K
כמות העסקאות חזרה לרמה גבוהה מאוד והמכפיל עלה ל-9.7, אבל עדיין לא חזר לשיא של 2021. נציין שהרכב העסקאות ב-2024 כלל משקל גבוה יחסית לעסקאות טכנולוגיה, שבדרך כלל מתבצעות במכפילים גבוהים יותר בשל מהפכת ה-AI.	גם כמות העסקאות ירדה וגם המכפילים נותרו נמוכים. זו התקופה שבה עלויות המימון והפערים בין ציפיות המוכרים לקונים פגעו בפעילות.	מספר העסקאות נשאר גבוה יחסית, כ-42.8 אלף, אבל המכפיל כבר נפל ל-8.7. עסקאות שעליהן עבדו בתקופת הגאות עדיין נסגרו, אך המחיר בשוק התעדכן.	ברקע הורדת הריבית וההרחבה הכמותית, גם מספר העסקאות הגיע לשיא של כ-44.6 אלף וגם המכפיל הגיע לשיא של 10.5. זו סביבה שבה יש הרבה כסף, מימון זול, תחזיות אופטימיות ותחרות בין קונים.

עסקאות שנעשו בשנים של הייפ נעשות במכפילים גבוהים יותר שבדיעבד עשויות להתברר כיקרות

להבין מה השוק מתמחר.
לספר את הסיכור לפני השוק.



ייעוץ קשרי משקיעים לחברות ציבוריות
ולחברות לפני הנפקה

אנו עומדים לרשותכם לכל שאלה או צורך, אקספוננט היא חברת ייעוץ אסטרטגי, המובילה קטגוריה חדשה וראשונה מסוגה, למתן מעטפת מלאה של כלל שירותי קשרי משקיעים במגוון רחב וייחודי של פלטפורמות עבור חברות ציבוריות ופעילי שוק ההון.

מה זה אומר
לחברות הציבוריות בישראל?