

אוניברסיטת תל-אביב
הפקולטה לניהול
בית הספר למוסמכים במינהל עסקים
החוג לחשבונאות

1211.3814 - ניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות

מרצה: ד"ר אורי רונן

מתרגל: ערן בן חורין

סמסטר א' תשע"א

מועד ב'

יום ראשון 13.3.11, שעה 09:00

שלוש שעות

9 עמודים

הבחינה בחומר פתוח

מותר השימוש במחשבון

מועד הבחינה:

משך הבחינה:

מס' עמודים:

חומר עזר:

ערן

בהצלחה !!

AA-51

בתום הבחינה על התלמיד להקפיד ולמסור למשגיחה באופן אישי את גיליון הבחינה, ולהמתין עד אשר תסמן המשגיחה את המסירה.

מס' סידורי: _____
ת.ז.: _____

אוניברסיטת תל-אביב
הפקולטה לניהול
בית הספר למוסמכים במינהל עסקים
החוג לחשבונאות

1211.3814 - ניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות

מרצה: ד"ר אורי רונן

מתרגל: ערן בן חורין

**סמסטר א', תשע"א
מועד ב'**

יום ו', 13.3.2011.	מועד הבחינה:
3 שעות.	משך הבחינה:
9 עמודים, כולל עמוד זה.	מס' עמ' בבחינה:
מחשבון + חומר פתוח (אבל לא מחשבים ניידים)	חומר עזר:

ב ה צ ל ח ה !!

שאלה 1 (30 נקודות)

להלן נתונים עבור שתי חברות היי טק, שתיהן רושמות עלויות מו"פ כהוצאה תפעולית עם התהוותן:

שבע	גייזר	
שנת 2010	1,800	1,900
שנת 2009	2,000	1,800
שנת 2008	1,800	1,500
שנת 2007	1,600	700
שנת 2006	1,900	2,000
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות (EBITDA) שנת 2010	4,500	3,800
רווח תפעולי (EBIT) שנת 2010	4,000	3,500
שווי שוק הון עצמי, תחילת 2011	20,000	15,000
שווי הוגן חוב פיננסי, נטו, תחילת 2011	10,000	15,000

- מבלי להוון את הוצאות המו"פ, בהנחה שכל מאפייניהן התפעוליים זהים, איזה חברה כדאית יותר להשקעה לדעתכם? השתמשו במכפיל EBITDA ומכפיל EBIT. הראו חישובים.
- אורך החיים של השקעה במו"פ הוא ארבע שנים. כל ההשקעות מבוצעות ביום האחרון של השנה. חשב מכפיל EBIT ומכפיל EBITDA, המשקפים תיקון כלכלי בגין העיוות שיוצר הטיפול החשבונאי בעלויות מו"פ. האם התשובה שקיבלת בסעיף א' תשתנה לאור התיקון? הראי חישובים מפורטים.
- דורה, אנליסטית ותיקה בחברת ביזה, סבורה כי המכפיל הנכון לצורך תמחור חברות מסוג זה הוא מכפיל הקרוי בפיה מכפיל FCFF. נוסחתו היא: $\frac{EV}{FCFF}$, כאשר המכנה הוא תזרים המזומנים מפעילות החברה. האם לדעתכם יש להוון את הוצאות המו"פ כאשר מחשבים את ה-FCFF? הקיפו את התשובה הנכונה ונמקו: כן / לא / לא ישנה את התשובה.
- לגבי הערכות שווי בשיטת DCF, מהו ההיגיון הכלכלי העומד מאחורי היוון עלויות מו"פ (שהחשבונאות לא מהוונת לגכס) בתהליך הכנת תחזית התזרימים החופשיים מפעילות? תנו דוגמאות למצבים שבהם נבחר להוון סוגים אחרים של עלויות, שהחשבונאות רושמת כהוצאה עם התהוותן? נמקו.

שאלה 2 (30 נקודות)

ב-11.1.2011, פרסם יובל בן זאב, מכלל פיננסים, הערכת שווי לאורמת טכנולוגיות אינק. (סימול ORA). לצורך העניין, הניחו כי פעילותה היחידה של ORA היא הקמת תחנות כוח מעל מאגרים גיאותרמיים, ולאחר מכן, עם סיום ההקמה, מכירת החשמל המופק מהן לחברות חשמל. בן זאב מניח, למען הפשטות, כי אורך החיים של תחנת כוח, מיום תחילת הפעלתה, הוא אין סוף. גם אתם הניחו כך.

הערכת השווי היא ל-31 בדצמבר 2010. למציאת שווי פעילות ליום זה היא מהוננת תזרימים חופשיים (FCF) שנתיים, הראשון שבהם קורה בסוף 2011, והאחרון באין סוף. בן זאב מחלק את הפעילות לשלושה תתי פעילויות:

- תחנות כוח קיימות שכבר פועלות ("פרוטפוליו קיים סוף 2010")
- תחנות כוח המוקמות כעת ויחלו לפעול בין 31.12.2011 ל-31.12.2013 ("פרויקטים 2011-2013").
- תחנות כוח שיוקמו בעתיד, הראשונה שבהם תחל לפעול ב-31.12.2014 ("עתיד").

הנה סיכום הערכת השווי למניה מונפקת:

סיכום המודל – שווי הוגן כ \$42 למנית אורמת טכנולוגיות			
הטבלה להלן מציגה את סיכום הערכת השווי שלנו לאורמת טכנולוגיות:			
	שווי למניה	מ' \$	
א. שווי פרוטפוליו קיים סוף 2010	\$36	\$1,617	
ב. שווי פרויקטים 2011-2013	\$9	\$418	
ג. שווי עתיד	\$11	\$513	
ד. חוב	-\$14	-\$627.2	
סה"כ	\$42	\$1,921	

החוב בסעיף ד' הוא חוב נטו, כלומר חוב בניכוי נכסים כספיים עודפים.

בן זאב נקב אם כך ב-11 בינואר במה שמכונה "מחיר יעד" של \$42 למניה. וסיכם:

אנו סבורים כי במחיר של \$29.7 מנית אורמת מתומחרת בחסר משמעותי

\$29.7 היה מחיר הבורסה של מנית ORA בסיום המסחר ב-10 בינואר.

שאלה א: מהו השווי הראוי לפעילות לדעתו של בן זאב?

שאלה ב: מהו בערך שווי הפעילות הנגזר ממחירים בשוק ההון?

השאלות הבאות הן על "תת פעילות ג'". בנוגע לתת-פעילות זו הערכת השווי כללה את הטבלה הבאה:

[הטבלה בעמוד הבא]

ג. שווי עתידי לאחר 2013				
			80	הרחבה שנתית - MW
			666	תוספת מ' קוט"ש לשנה
\$0.090		מחיר KWh	\$59.9	תוספת הכנסות
60%		שיעור EBITDA	\$36.0	תוספת תזרים
			10.0%	תשואות תזרים
			6.5%	מחיר החוב
	8.5%	לפי מכפיל 11.8	\$423.0	שווי לפי מכפיל
		הנחה לפי 4.5 מ' דולר ל-1 מגהוואט מותקן	-\$360.0	בניכוי השקעה
			\$63.0	יצירת ערך שנתית
				ON GOING שווי שנתית
			\$63.0	יצירת ערך שנתית
			11.8	מכפיל
		בערכי סוף 2013	\$740.6	שווי כולל
13%	מחיר הון	תקופה להיוון 3.0	\$513.3	שווי נוכחי

מקרא:

— MW מגה-וואט. 80MW הן קיבולת התחנות החדשות המתווספות מדי שנה.

לשם הפשטות, נניח תחנה אחת נוספת מדי שנה שקיבולתה 80MW.

קילו וואט שעה.

לפי מכפיל — כינוי ל- "1 חלקי שיעור היוון". 11.8 זה "1 חלקי 8.5%".

שאלה ג

העמיקן בטבלה והבינו בדיוק כיצד הגיע בן זאב ל"שווי נוכחי" של תחנות הכוח שייפתחו מדי שנה, החל מסוף 2014 עד אין סוף. אל תתרגשו מהפרשים קטנים בין חישוביכם לחישוב בן זאב — נובע מעיגולים. לאחר שהבנתם, ענו על שתי השאלות הבאות:

1- איזה "שווי נוכחי" היה מקבל בן זאב, לו הניח שיעור EBITDA של 40%.

2- איזה "שווי נוכחי" היה מקבל בן זאב, לו הניח שיעור היוון של 11% במקום 8.5%.

3- האם בן זאב מניח כי לאחר שהתחנה הוקמה, בהשקעה של 360 מיליון דולר, החברה לא תצטרך להשקיע סכומים נוספים, קטנים יותר, כדי "לשמור על הקיים" (מה שמכונה Maintenance CAPEX). נמקו.

שאלה ד

כפי שאתם רואים, בן זאב עורך קודם כל תחזית לתוספת MWים/קוט"שים. מתחזית זו הוא יוצא לכיוון "תוספת תזרים" ולכיוון "תחזית השקעה". מדוע לדעתכם הוא מחשב "תשואות תזרים", על אף היא לא משמשת אותו בחישובי השווי הכולל והשווי הנוכחי? מהי לדעתכם המטריקה המקבילה, מבחינה מושגית, ל"תשואות תזרים" במודל DCF טיפוסי בקורס שלנו?

שאלה ה

1- כפי שאתם רואים, בן זאב היוון את תזרימי המזומנים החופשיים בשני שיעורי היוון. עבור שנים מסוימות ב-8.5% ועבור שנים מסוימות ב-13%. מהי לדעתכם ההצדקה הכלכלית להשתמש בשני שיעורים שונים? מדוע בשנים שבהן מיושם שיעור היוון של 13% ה"סיכון" ו/או ה-WACC אמורים להיות גבוהים יותר מאשר בשנים שבהן מיושם שיעור היוון של 8.5%?

2- סעיף בונוס: בהינתן תשובתכם לסעיף 1, האם יתכן כי יש דרך הגיונית יותר להקצות את ה-13% וה-8.5% על פני השנים? אם כן מה ההשפעה על השווי הנוכחי?

שאלה 3 (25 נקודות)

כזכור לכם, את ה-ROC לפני מס ניתן לפרק לצרכי ניתוח, כך:

$$ROC = \text{גלגול נכסים} \times \text{רווחיות תפעולית}$$

לצורך ניתוח מעמיק יותר, אפשר להמשיך ולפרק את הגלגול ואת הרווחיות, כלהלן:

$$ROC = \left[\frac{\text{רווח גולמי}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הוצ' שיווק}}{\text{הכנסות}} - \frac{\text{הוצ' הנהלה}}{\text{הכנסות}} \right] \times \left[\frac{1}{\frac{\text{ה"ח תפעולי}}{\text{הכנסות}} + \frac{\text{ר"ק תפעולי}}{\text{הכנסות}}} \right]$$

הנה המספרים עבור קבוצת שטראוס-עלית עבור שנת 2009:

$$13.38\% = \left[37.26\% - 22.63\% - 5.87\% \right] \times \left[\frac{1}{0.51 + 0.14} \right]$$

הנה המספרים עבור קבוצת שטראוס-עלית עבור שנת 2006:

$$13.88\% = \left[37.73\% - 23.53\% - 5.95\% \right] \times \left[\frac{1}{0.44 + 0.16} \right]$$

חברת זנכלל היא יצרנית של מוצרי פירות וירקות מעובדים. לחברה סל מוצרים רחב הכולל רטבים, סלטים, שימורים, מוצרי ירקות, עגבניות, פרי הדר, סירופים, חומץ ומיץ לימון. בין מותגי החברה: "יכין", "פרי מבורך", ו"פרי זה". לטענתה הם "נתפסים בציבור כמותגים חזקים ואמינים". יחד עם זאת, זנכלל ציינה בדוח השנתי ל-2009, כי "לחברה קיימת תלות בשתי רשתות השיווק הגדולות בשוק הקמעונאי. אוכדן אחד מלקוחות אלו, עשוי לגרום לפגיעה בתוצאותיה הכספיות".

להלן תמצית מאזניה של זנכלל ב-31 בדצמבר 2007, 2008 ו-2009 (באלפי שקלים):

סוף 2009	סוף 2008	סוף 2007	
176	413	701	מזומנים וני"ע סחירים
35,750	27,606	30,910	לקוחות
71,155	63,054	56,011	מלאי
106,008	106,404	95,065	נכסים תפעוליים אחרים
213,089	197,477	182,687	סה"כ נכסים
38,135	40,598	33,679	ספקים
80,130	77,061	75,524	חובות כספיים
94,824	79,818	73,484	הון עצמי
213,089	197,477	182,687	

ולהלן השורות הראשונות של דוח רווח והפסד שלה לשנת 2008 ו-2009 (באלפי שקלים)

לשנה שהסתיימה ביום		
31.12.2008	31.12.2009	
151,299	162,533	מכירות
102,600	112,096	עלות המכירות
48,699	50,437	רווח גולמי
15,168	16,460	הוצאות מכירה ושיווק
8,788	10,018	הוצאות הנהלה וכלליות

להלן הפרוק הראשוני של ROC זנכל ב-2009, כאשר ה"קפיתל" הוא ממוצע תחילת שנה וסוף שנה.

גלגול נכסים	×	רווחיות תפעולית	ROC =
0.98	×	14.74%	14.47% =

להלן הפרוק הראשוני של ROC זנכל ב-2008, כאשר ה"קפיתל" הוא ממוצע תחילת שנה וסוף שנה.

גלגול נכסים	×	רווחיות תפעולית	ROC =
0.99	×	16.35%	16.24% =

שאלות:

1- מבין שלושת רכיבי הרווחיות התפעולית של זנכל ב-2007, איזה מהם הוא האחראי העיקרי לכך שהרווחיות התפעולית של זנכל גבוהה או נמוכה מזו של שטראוס? הסבר, תוך שימוש במונחים של ניתוח סביבה עסקית.

2- זנכל מציג בדוחות 2009, כי

"במהלך השנים האחרונות ניכרת התחזקות של מותגים פרטיים המשווקים על ידי חלק מן הרשתות. שיווק המותגים הפרטיים על ידי הרשתות מגביר את התחרות וגורם לקיטון בצריכת המותגים של המשווקים השונים. יחד עם זאת, מגמה זו אינה משפיעה באופן מהותי על פעילות החברה, תודות לחוזקם של מותגי החברה ומשום שחלק מאותם מוצרים המשווקים על ידי רשתות השיווק כמותגים פרטיים, מיוצרים על ידי החברה עבור רשתות אלו."

איזה או אלו מחמשת רכיבי ה-ROC אמור לשקף את "המגמה" הנ"ל? האם ניתן לראות בו או בהם את התרחשות המגמה בין 2008 ל-2009?

3- יחסי ההון חוזר של קבוצת שטראוס-עלית היות כלהלן:

2009	2006	
56.4	57.8	ימי לקוחות (תוך התעלמות מסוגיות מע"מ)
59.8	58.5	ימי מלאי
70.9	64.8	ימי ספקים (תוך התעלמות מסוגיות מע"מ)

חשבו את יחסי ההון החוזר של זנכל ל-2009 ו-2008 (אין צורך לערוך תיקוני מע"מ)? האם אחד או יותר מהם שונה/ים מהותית מזה של שטראוס. אם כן, מדוע לדעתך הוא/הם שונה/שונים משמעותית?

4- חשבו את מחזור המרת מזומנים של זנכל ב-2008 וב-2009. – הניחו שאין מע"מ). האם הוא השתפר או הורע בין 2008 ל-2009? איזה רכיב מבין חמשת הרכיבים בפירוק ה-ROC, אמור לשקף את השיפור או ההרעה במחזור ההמרה? האם הוא משקף אותו או אותה?

5- כללית, בלי שום קשר לנתונים לעיל, השב על השאלה הבאה. הנך מנתח חברה בתחום האופנה. מסיור שערכת בחנויות, עולה החשד כי היא עשויה להימצא בתקופת שפל. בדו"חות רווח והפסד היא שומרת על רמת הכנסות זהה לאורך הרבעונים האחרונים ומרווחיה התפעוליים נותרו כשהיו. נקוב בשניים או שלושה יחסים פינגסטים העשויים לחשוף קשיים בפעילות וירידה ב"איכות הרווחים"?

6- כללית, בלי שום קשר לסעיפים קודמים, השב על השאלה הבאה. אתה מנתח את ענף הקמעונאות המקוונת. מנהל המחלקה שלך מאוד מודאג ממצבה של AMAZON, העוסקת במכירת ספרים ומוצרים אחרים באמצעות אתר amazon.com מאחר וההון החוזר התפעולי שלה הולך ונהיה שלילי יותר ויותר (כלומר גדל בערך מוחלט אך סימנו במינוס). האם לדעתך הפאניקה של מנהל המחלקה מוצדקת? הסבר ונמק.

שאלה 4 (15 נקודות)

נתבקשת להעריך את שווייה של חברת הוט. במסגרת עבודה זו, עליך לקבוע את שיעור ההיוון של תזרימיה החופשיים מפעילות. תאריך ביצוע העבודה שלך - 30.9.2010.

להלן מעט נתונים שיעזרו לך במשימה:

"ספר הביטוח" של דמודרון:

Industry Name	Number of Firms	Average Beta	Market D/E Ratio	Unlevered Beta	Unlevered Beta corrected for cash
Cable TV	24	1.69	85.22%	1.02	1.06

תמצית המאזן של חברת הוט:

ליום 31 בדצמבר	ליום 30 בספטמבר		
	2009	2009 (*)	
מבוקר		בלתי מבוקר	
373		208	280
5,100		5,115	5,083
5,473		5,323	5,363
2,054		1,940	1,307
2,008		2,021	2,592
1,411		1,362	1,464
5,473		5,323	5,363

(*) הוצג מחדש.

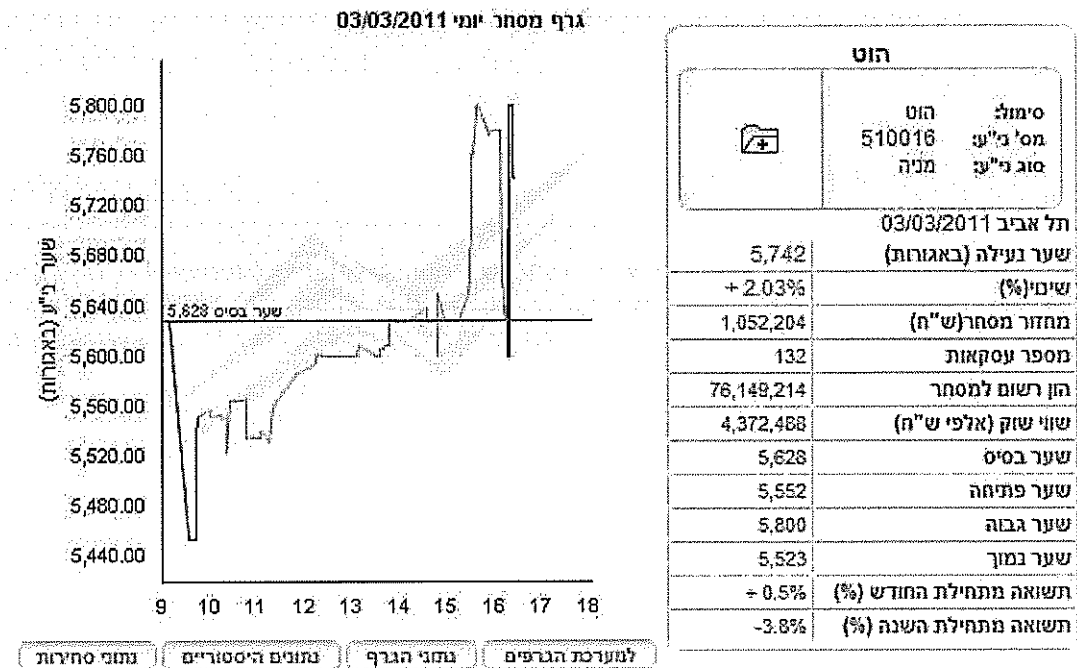
תמצית דו"ח רווח והפסד:

לשנה שהסתיימה ביום 31 בדצמבר	לשלושה חודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר		לתשעה חודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר		
	2009	2009 (*)	2009 (*)	2010	
מבוקר		בלתי מבוקר		בלתי מבוקר	
3,129		789	816	2,333	2,426
745		188	160	555	497
1,723		442	419	1,296	1,274
661		159	237	482	655
(202)		(53)	(50)	(144)	(148)
(110)		(26)	(31)	(77)	(86)
(113)		(27)	(29)	(84)	(80)
38		(6)	(15)	26	(150)
274		47	112	201	191
(195)		(57)	(63)	(153)	(146)
6		(4)	4	(6)	15
85		(14)	53	42	60
1,084		268	318	800	925

(*) הוצג מחדש.

ממשיך ...

נתוני המניה, מתוך אתר הבורסה:



טבלת יחס כיסוי הריבית מתוך אתרו של דמודרן (מוגדרות כרווח תפעולי חלקי הוצאות מימון, נטו):

Interest Coverage Ratio	Rating	Spread is
> 8.5	AAA	0.50%
6.5-8.5	AA	0.75%
5.5-6.5	A+	1.00%
4.25-5.5	A	1.25%
3-4.25	A-	1.50%
2.5-3	BBB	2.00%
2.25-2.5	BB+	3.50%
2-2.25	BB	4.00%
1.75-2	B+	4.25%
1.5-1.75	B	5.25%
1.25-1.5	B-	5.50%
0.8-1.25	CCC	8.50%
0.65-0.8	CC	10.00%
0.2-0.65	C	12.00%
< 0.2	D	15.00%

ממשיך ...

נתוני אגרות החוב הממשלתיות. מתוך אתר ביזפורטל:

שם חיר	שער %	שינוי % מחזור	אלפי ש"ח	עסק' תשואה בחטט	מח"מ	שעה	דירוג חסדג	דירוג מעלות
ממשלתי שקל 1026	108.91	-0.23	54,344,324	278	5.59	16:27	10.40	
ממשלתי שקל 0120	99.22	-0.23	333,874,464	673	5.17	16:27	7.36	
ממשלתי שקל 0219	106.21	-0.27	143,283,264	458	5.05	16:27	6.62	
ממשלתי שקל 0217	103.90	-0.23	58,859,300	230	4.75	16:27	5.27	
ממשלתי שקל 0816	98.60	-0.23	46,570,352	185	4.68	16:27	4.97	
שחר 2683	109.26	-0.19	25,068,818	185	4.49	16:27	4.36	
ממשלתי שקל 0115	101.25	-0.16	52,310,912	280	4.25	16:27	3.66	
שחר 2682	116.90	-0.17	53,582,724	178	3.99	16:27	2.70	
ממשלתי שקל 0913	100.62	-0.12	163,842,496	313	3.85	16:27	2.47	
ממשלתי שקל 0313	107.32	-0.08	77,177,224	275	3.63	16:27	1.94	
שחר 2681	115.67	-0.03	11,723,837	89	3.23	16:27	1.16	
ממשלתי שקל 0312	104.58	-0.04	67,363,784	183	3.15	16:27	1.04	
שחר 2680	106.56	0.01	33,054,528	94	2.60	16:27	0.15	

וכעת הגענו, סוף סוף, לשאלות:

- בהנחה שכל ההתחייבויות הבלתי שוטפות של החברה מהוות חוב פיננסי ואין לה נכסים פיננסיים, מה לדעתך יחס החוב להון העצמי לצורך חישוב הביטא? האם צריך להשתמש בערכי שוק או בערכים מאזניים לדעתכם? אנו נמקו.
- חשב את הביטא של החברה לצורך חישוב עלות ההון המשוקללת.
- בהנחה שפרמיית הסיכון בישראל עומדת על 5.85%, מהו מחיר ההון העצמי של הוט?
- בהנחה שלחברה אין אג"ח סחירות והיא לא מציינת את שיעור הריבית על ההלוואות שלה, באיזה שיטה הייתם נוקטים בכדי למצוא את עלות החוב שלה? מהי עלות החוב לפי שיטה זו?
- בהנחה ששיעור המס השולי של הוט הוא 24%, מהי עלות ההון המשוקללת שלה?
- סעיף בונוס: מדוע הביטא הלא-ממונפת של דמודרן שונה מזו שתקבלו אם תשתמשו בנוסחה הבאה:

$$\beta_L = \beta_U \times \left(1 + \frac{D}{E}\right)$$

בהצלחה !!!

שבע		גייזר
שנת 2010	1,800	1,900
שנת 2009	2,000	1,800
שנת 2008	1,800	1,500
שנת 2007	1,600	700
שנה 2006	1,900	2,000
רווח תפעולי לפני פחת והפחות (EBITDA) שנת 2010		3,800
רווח תפעולי (EBIT) שנת 2010		3,500
שווי שוק הון עצמי תחילת 2011		15,000
שווי הון חוב פיננסי, נטו		15,000

מכפיל EBITDA	6.7	7.9
מכפיל EBIT	7.5	8.6

חברת שבע מהווה קנייה כדאית יותר לפי סוגי המכפילים

מכפיל EBITDA	4.8	5.3
מכפיל EBIT	7.5	7.7

סעיף ג
היוון הוצאות המו"פ אינו משפיע על תזרים המזומנים החופשי מפעילות, לכן אין זה משנה אם מהוונים את הוצאות המו"פ כאשר משתמשים במכפיל של דורה

סעיף ד
יש להיוון עלויות שצפויות להניב למן פירות על פני זמן, כיוון שמדובר בהשקעה לכל דבר ועניין, גם אם החשבונאות איננה מכירה בערך הכלכלי ארוך הטווח של הוצאות אלו הוצאות שניתן להיוון יכולות להיות הוצאות הכשרת עובדים בחברות ייעוץ אסטרטגי, עלויות גיוס מנחי בחברות תקשורת, ועוד
היוון ההוצאות הללו, למרות שאינם משפיע על תזרים המזומנים החופשי מפעילות, נושא בחובו יתרון מרכזי בדמות חישוב נכון יותר של התשואה על הקפיטל

סעיף א
2548

סעיף ב
1986

סעיף ג
1 -635
2 -208
3. בן זאב לא ציין בעבודתו מהן ההוצאות ההכריות שדרושות לשם תחזוקה. יחד עם זאת, ניתן להניח שהוא מגלם את הוצאות התחזוקה בשיעור ה-EBITDA ש

סעיף ד
תפקידה של תשואת התזרים זהה לתפקיד ה-ROC בתחזית ה-DCF שאנו מכירים

סעיף ה
1. תחת ההנחה שהסיכון העסקי נותר זהה (כנדרש בתיאוריה המימונית), ההסבר היחיד לכך הוא עלייה ברמת המינוף של החברה. אחרת, וזה מה שהוא כנראה עשה, מדובר בתוספת פרמיה שאיננה במקומה כיוון שהסיכון הטמון באותו תזרים (שחל משנת 2013) צריך להיות מגולם בתוחלת תזרים המזומנים המצופה מהפרייקט, ולא בשיעור היוון גבוה יותר
2. אם רמת המינוף של החברה נותרת קבועה, שיעור המינוף צריך להיות קבוע ושווה ל-8.5%. יש לגלם את הקיטון הצפוי בתזרים המזומנים בתזרים המזומנים המחושב (למשל, הקטנת שיעור ה-EBITDA).

סעיף 1
הוצאות השיווק. 10% מההכנסות אצל זולכל לעומת כ-23% בשטראוס. נובע מכך ששטראוס מוציאה הרבה על פרסומות לתחזוק מותגיה הרבים

סעיף 2
ירידה ברווחיות הגולמית מ-32.19% ל-31.03%.

סעיף 3

	2009	2008			
ימי לקוחות (תוך התעלמות מסוגיות מע"מ)	79.2	65.7			
ימי מלאי	228.5	221.2			
ימי ספקים (תוך התעלמות מסוגיות מע"מ)	114.2	133.3			
מחזור המרת מזומנים	193.5	153.6			

ימי המלאי ארוכים פי 3 ופי 4 מאשר אצל אסם ושטראוס-עליות. כנראה בגלל שתאריך תפוגה של שימורים רחוק מאד ממועד הייצור.

סעיף 4

מחזור המרת המזומנים התארך בעיקר בגלל קיצור תקופת אשראי ספקים (כ-19 יום) אבל גם בגלל התארכות ימי הלקוחות (12 יום) והתארכות ימי המלאי (7 ימים).

היחס בתשואה על הקפיטל שאמור לשקף זאת הוא ההון החוזר התפעולי חלקי סך המכירות:

	2009	2008
הון חוזר תפעולי	68770	50062
מכירות	162533	151299
יחס:	42%	33%

אכן, חל גידול ביחס הזה בין השנים 2008 ל-2009

סעיף 5

ימי לקוחות

ימי מלאי

סעיף 6

נראה שמנהל המחלקה לא צריך להיות מודאגמדיבר בדבר נפוץ בענף:
החברה מקבלת את התשלום מלקוחותיה הרבה לפני שהיא צריכה לשלם לספקים שלה.
ניתן לומר כי פירמה מסוג זה משתמשת בהון החוזר השלילי שלה כאמצעי לימון הפעילות

סעיף א

45.9%

ערכי שוק, כיוון שהם מייצגים את הציפיות של המשקיעים בנוגע לחברה

סעיף ב

1.55

סעיף ג

14.6%

סעיף ד

שיטת יחס כיסוי ריבית

1.41

הדירוג המתקבל הוא B- - המרווח משיעור הריבית חסרת הסיכון הוא 5.5%

עלות החוב היא לכן 11.1%

סעיף ה

12.7%

סעיף ו

דמודרן מניח כי מגן המס על החוב נושא את אותו הסיכון כמו החוב הרגיל, ו
לא בעל מחיר הון עצמי של פירמה לא ממונפת