

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: מר ערן בן חורין

סמסטר א' תשע"ב
מועד א'

יום שישי 20.1.12, שעה 08:30	מועד הבחינה:
שלוש שעות	משך הבחינה:
6 עמודים	מס' עמודים:
הבחינה בחומר פתוח	חומר עזר:
מותר השימוש במחשבון	

AA-45 בהצלחה !!

הוראות חשובות לצורך סריקת מחברת הבחינה:

- נא להמנע מכתיבה בעט ירוק או בעפרון.
- נא לא לכתוב בתחום השוליים.

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

שאלה 1 (25 נקודות)

חברת מטריקות לספינה בע"מ מפתחת ומייצרת כלי מדידה לענף הספנות. להלן מאזנה ליום ה-31 בדצמבר 2011, ודוח רווח והפסד חזוי לשנת 2012.

2012		31.12.11	
8,000	הכנסות	900	מזומנים
5,980	הוצ' תפעוליות, ללא פחת	1,100	לקוחות
880	הוצאות פחת	1,800	מלאי
288	הוצאות מימון	4,000	רכוש קבוע
170	הוצאות מס הכנסה	7,800	
7,318			
682	רווח נקי	1,200	ספקים
		3,600	אגרות חוב
		3,000	הון עצמי
		7,800	

מנכ"ל החברה, האדמירל בדימוס פאטו מילנו, העביר לך את הפרמטרים החזויים הבאים עבור השנים שלאחר מועד המאזן לעיל:

2017 מייצגת	2016	2015	2014	2013	2012	
2%	3%	6%	8%	10%		צמיחת הכנסות
10,584	10,376	10,074	9,504	8,800	8000	הכנסות
		2.0	2.2		2.0	יחס הכנסות ל-י.פ. רכוש קבוע
			24%	25%		רווחיות EBITDA
11%	11%	13%	15%			רווחיות תפעולית
		19%		20%	22.00%	שיעור פחת מ-י.פ. של רכוש קבוע
		47%			50.00%	שיעור CAPEX מ-EBITDA
	13%					שיעור ההשקעות נטו מ-EBIT
	19%	19%	20%	21%	21.25%	יחס י.פ. הון חוזר תפעולי להכנסות
כמו 2016*					20.00%	ROIC, לפני מס

*נא לעגל לאחוז שלם. למשל, אם יוצא לך 18.51%, עגלי ל-19%, ואם יוצא לך 18.49%, עגל ל-18%.

שיעור מס הכנסה משנת 2012 והלאה הוא 20%.

נדרש:

1- חשבי בבקשה את סך ההשקעות נטו (קרי, CAPEX נטו בתוספת השקעות בהון חוזר תפעולי), עבור כל אח מהשנים 2012, 2013, 2014, 2015, 2016 ו-2017.

2- חשב בבקשה שווי טרמינלי, לדעתו של האדמירל, עבור WACC של 10%.

3- חשבו נא שווי פעילות ל-31.12.2011, לדעתו של האדמירל, עבור WACC של 10%.

4- חשבו שווי ראוי להון העצמי ל-31.12.2011, לדעתו של האדמירל, עבור WACC של 10%.

שאלה 2 (15 נקודות)

ב-31 בינואר 2011, פרסמה "מחלקת מחקר Sell Side" של בית ההשקעות פסגות הערכת שווי בשיטת DCF לשופרסל. הערכת השווי הייתה ביחס ל-30 בספטמבר 2010, כי הדוחות השנתיים ל-2010 טרם פורסמו בינואר 2011. להלן חלקה התחתון של טבלת ה-DCE בעבודה. צנזרתי את המספרים בשתי השורות התחתונות. כל הסכומים במיליוני שקלים.

2016	2015	2014	2013	2012	2011	Q4 2010E	DCF-קמעונאות
611	596	573	536	527	518	127	רווח תפעולי קמעונאי
4.57%	4.52%	4.47%	4.31%	4.39%	4.49%	4.6%	שיעור רווחיות תפעולית קמעונאי
268	261	253	245	237	228	58	פחת
879	857	826	781	763	746	185	EBITDA קמעונאות
6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	6.4%	6.5%	6.6%	שיעור EBITDA קמעונאי
268	275	288	480	480	400	84	CAPEX
0.0	-12.7	-45.0	-13.9	-14.8	-41.6	35	השקעה בהון חוזר
611	595	583	315	298	388	66	תזרים לפני מס
							מס
							FCF

צוות המחקר הניח שיעור צמיחה יציב מ-2016 (השנה המייצגת) והלאה של 1.5%. ה-WACC היה 8.75% להלן האופן שבו העביר, פחות או יותר, צוות המחקר את התזרימים לשווי הראוי למניה.

סיכום הערכת שווי	
שווי תפעולי	5,854
חוב פיננסי, נטו	-1,305
נדל"ן להשקעה	362
סה"כ שווי כלכלי	4,910
שווי למניה	23.5
מחיר מניה בשוק	21.13
שיעור דיסקאונט	11.4%

בגלל היות תזרימים חזויים בשנים קלנדריות אל ה-30 בספטמבר, $(1+wacc)$ הועלה בחזקת 0.25, 1.25 ו-2.25. זה סיבך אלגברי שלא מתאים לבחינה. לכן, כדי לשאול את השאלות שלשמן התכנסנו, אנו נשתמש בתחזיות של פסגות, as is פרט למיסים, לערוך הערכת שווי ל-31 בדצמבר 2010. תחזיות פסגות לעיל, מועתקות אם כך לטבלה הבאה, פרט לסכומי המס ששיניתי אותם קצת:

20%	20%	21%	22%	23%	24%	שיעור מס
2016	2015	2014	2013	2012	2011	
611	596	573	536	527	518	רווח תפעולי קמעונאי
4.57%	4.52%	4.47%	4.31%	4.39%	4.49%	שיעור רווחיות תפעולית קמעונאי
268	261	253	245	236	228	פחת
879	857	826	781	763	746	EBITDA קמעונאות
6.6%	6.5%	6.4%	6.3%	6.4%	6.5%	שיעור EBITDA קמעונאי
268	275	288	480	480	400	CAPEX
0.0	-12.7	-45.0	-13.9	-14.8	-41.6	השקעה בהון חוזר
611	595	583	315	298	388	תזרים לפני מס
122	119	120	118	121	124	מס
489	476	463	197	177	263	FCF

נדרש:

1- חשב שווי פעילות ל-31 בדצמבר 2010, עבור הנתונים בטבלה האחרונה וכל ההנחות של פסגות. כמקובל, פצל שווי זה לשניים: (א) ערך נוכחי של תזרימי 2011 עד 2015. (ב) ערך נוכחי של השווי הטרמינלי.

2- שימו לב כי בשנה המייצגת, פסגות הניחה CAPEX השווה בדיוק לגובה הפחת. כפי שצינו בכיתה, זו שיטה מאד מקובלת (במחלקות מחקר של sell side). כיצד היה משתנה שווי פעילות שחישבת בסעיף 1, אילו היית נוקט בשיטה האלטרנטיבית לשנה המייצגת, שאותה הדגשנו במהלך הסמסטר (RR שווה g חלקי ROC), אם ה-ROC השנה המייצגת לאחר מס הוא 12% (כלומר 15% לפני מס)?

3- להלן תמצית מאזן שופרסל ל-31 בדצמבר 2010:

קפיטל	2,462
נדלן להשקעה בשווי הוגן	400
חוב פיננסי, נטו	-1,587

הון עצמי	1,275
	=====

(א) חשב שווי ראוי למניה תחת "שיטת פחת=קפאקס" בשנה מייצגת (ב) חשב שווי ראוי למניה תחת "שיטת g חלקי ROC" בשנה מייצגת. השתמש בכמות מניות מונפקות כמו בהערכת השווי של פסגות.

שאלה 3 (30 נקודות)

חלק א

חברה A נסחרת ב-EV של 1,200 שקל. היא משמשת כ"קבוצת השוואה" לחברה הפרטית B, שמאד דומה ל-A. עבור ארבעת הרבעונים האחרונים, A דיווחה על הכנסות של 800 שקל ו-EBITDA של 200 שקל, ואילו B דיווחה על הכנסות של 600 שקל ו-EBITDA של 120 שקל.

1- מהו השווי הראוי לפעילות B, לדעתו של אנליסט שיעשה שימוש במכפיל EBITDA, ללא תאומים לפנדמנטלס,

2- מהו השווי הראוי לפעילות B, לדעתו של אנליסט שיעשה שימוש במכפיל הכנסות, ללא תאומים לפנדמנטלס,

3- על אנליסט שלא עושה תאומים לפנדמנטלס הוטלה המשימה לתמוך את פעילות B בהשוואה לזו של A. הוא מבקש שתיעץ לו בבחירת המכפיל: מה עדיף, מכפיל הכנסות או מכפיל EBITDA? מהי עצתך וכיצד תנמק אותה בשתי שורות?

חלק ב

רשת Z-פיצוץ הפרטית מפעילה חנויות נוחות בקרבת מקומות הומי אדם, ועל כן גלגול הנכסים שלה הוא פי 2 מזה של רשת חנויות נוחות טיפוסית, הנסחרת בבורסה במכפיל EBIT, 12 חודשים אחרונים, של 7.65. יחד עם זאת, רווחיותה התפעולית של Z נמוכה יותר: 9% לעומת 12% של רשת טיפוסית. אנליסטים מאמינים כי רשתות אלה נמצאות בתקופת צמיחה יציבה, עם שיעור צמיחה של 2% לשנה. הם גם מאמינים כי ה-WACC הראוי לכל הרשתות הוא 10%. כל הרשתות משלמות מס הכנסה בשיעור של 20%. מה שוויה הראוי של Z-פיצוץ, שהרווח התפעולי שלה בארבעת הרבעונים האחרונים היה 750,000 שקל?

שאלה 4 (15 נקודות)

א- בהינתן ששתי חברות מסוימות נמצאות באותו הענף ומייצרות אותו תזרים מזומנים, ונבדלות אחת מהשנייה רק ברמת המינוף, שווי הפעילות של מי מהן יהיה גבוה יותר, אם בכלל? מדוע?

ב- להלן טבלת חישוב תזרים מזומנים חופשי של חברה פלונית בשנה המייצגת (הטבלה נכונה, אל דאגה):

הכנסות	1,000
הוצאות תפעוליות	(300)
הוצאות פחת	(100)
רווח תפעולי	600
הוצאות מס (25%)	(150)
רווח תפעולי לאחר מס	450
(NOPLAT)	
הוסף פחת	100
הפחת CAPEX	(50)
הפחת השקעה בהון חוזר	(20)
תזרים מזומנים חופשי	480

חשבו את שווי פעילותה של החברה בהינתן עלות הון משוקללת (WACC) בגובה 10.74% ושיעור צמיחה של כ-1.5%.

ג- הוצאות המימון של פלונית בשנה המייצגת לעיל הן 65.25 שקל. גליה, אנליסטית בבית ההשקעות פרדות, חישבה את התזרים החופשי של פלונית בשנה המייצגת כלהלן:

הכנסות	1,000
הוצאות תפעוליות	-300
הוצאות פחת	-100
רווח תפעולי	600
הוצאות מס (25%)	-133.7
רווח תפעולי לאחר מס	466
(NOPLAT)	
הוסף פחת	100
הפחת CAPEX	-50
הפחת השקעה בהון חוזר	-20
תזרים מזומנים חופשי	496

כלומר, גליה חישבה הוצאות המסים על בסיס הרווח התפעולי בניכוי הוצאות המימון. במילים אחרות, היא חישבה הוצאות מסים על רווח של 534.75 ש"ח. מהו שווי הפעילות שתקבל גליה, אם תהוו את תזרים המזומנים החופשי שקיבלה באמצעות ה-WACC? מהי הבעייתיות באופן החישוב הזה?

ד- כשהתבקשה להגן על עמדתה, ציינה גליה כי היא איננה מהוונת את תזרים המזומנים ב-WACC אלא בעלות ההון העצמי של פירמה לא ממונפת (נקרא גם שיעור התשואה על הנכסים או R_a), שהיא בגובה 11%, ולכן הסתייגה שמתקבלת איננה מהותית. מהו שווי הפעילות שגליה אמורה לקבל? האם המתודולוגיה של גליה עקבית עם עצמה?

שאלה 5 (15 נקודות)

חברת פישניג קמפיין בע"מ היא סיוטנאית ציוד דיג הפועלת באילת (ולכן, התעלמו מסוגיות מס ערך מוסף). להלן נתונים מתוך דוחות רווח והפסד ומאזנים לשנים 2010 ו-2011 ותחזית מכירות ועלות מכירות ל-2012:

	2012	2011	2010	
מכירות	43,200	36,000	24,000	
עלות מכירות	32,400	27,000	18,000	
רווח גולמי	10,800	9,000	6,000	

	31.12.11	31.12.10	
לקוחות	4,500	3,300	
מלאי	4,500	3,000	
ספקים	7,125	4,750	

לצורך החישובים, הניחו כי בכל שנה 360 ימים וכי מכירות וקניות מתפלגות באופן שווה על 360 ימים.

- א- חשבו ימי לקוחות, ימי מלאי, ימי ספקים ומחזור המרת המזומנים לשנת 2011.
- ב- חשבו "תזרים גולמי" בשנת 2012 (תקבולים מלקוחות בניכוי תשלומים לספקים), בהנחה כי בשנת 2012 לא יחול כל שינוי בתנאי אשראי לקוחות, בתנאי אשראי ספקים ובימי אחזקת המלאי.
- ג- חשבו "תזרים גולמי" בשנת 2012 (תקבולים מלקוחות בניכוי תשלומים לספקים), בהנחה כי החל מה-1 ביולי 2012, הספקים חותכים את תקופת האשראי בחצי. לא יחול כל שינוי אחר בעסקים.