

מס' סידורי: _____
ת.ז.: _____

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

לתשומת לב התלמידים:
הבחינה היא אנונימית, התלמיד אינו חייב לרשום את שמו על מחברת הבחינה. מחברתו תזוהה על סמך מספר תלמיד ומספר סידורי שייכתב על גבי המחברת. תלמיד שכתב את שמו כאילו ויתר מראש על בדיקה אנונימית של מחברת הבחינה שלו.

1211.3814 - ניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות

מרצה: ד"ר משה ברקת, רו"ח

מתרגל: אורי תגרין

סמסטר ב' - תשע"א

מועד ב'

בחינה סופית

מועד הבחינה: יום ו', 22.7.2011.

משך הבחינה: 3 שעות.

מס' עמ' בבחינה: 6 עמודים.

חומר עזר: מחברות פתוחות.

AA-52

אין לחרוג מהמפרט המוקצב למתן התשובות.

בתום הבחינה יש להקפיד ולמסור למשגיחה (באופן אישי) את כל מחברות הבחינה.
על התלמיד להמתין עד אשר תסמן המשגיחה כי החזיר את כל המחברות, (כולל ציון מספר המחברות),
השאלון ודף התשובות.

ב ה צ ל ח ה !!

חלק ראשון - מתודולוגיות להערכת שווי חברות

1. הערכת שווי בשיטת DCF (50 נקודות)

להלן תמצית דוחות רווח והפסד ומאזן של חברת אורנה בע"מ (להלן: "החברה"), העוסקת בייצור ושיווק מוצרי אופנה (באשר לפעילות כלי הבית ראה נתון נוסף 7), לשנה שנתיימה בדצמבר 2010 (באלפי ש"ח):

חברת אורנה בע"מ			
תמצית דוחות כספיים			
(אלפי ש"ח)			
דוח רווח והפסד			
	2010		
מכירות	250,000		
עלות המכירות	(187,500)		
רווח גולמי	62,500		
הוצאות מכירה ושיווק	(15,000)		
הוצאות הנהלה וכלליות	(17,500)		
רווח תפעולי	30,000		
הוצאות מימון, נטו	(5,000)		
רווח לפני מסים על הכנסה	25,000		
מסים על הכנסה	(6,750)		
רווח מפעולות נמשכות	18,250		
הפסד מפעילות מופסקת, נטו	(3,250)		
רווח נקי	15,000		
מאזן			
	31.12.10		31.12.10
מזומנים ושווי מזומנים		1,500	
ניירות ערך סחירים		800	
לקוחות		10,000	
מלאי		8,200	
קרקע		3,000	
רכוש קבוע		70,000	
רכוש אחר		30,000	
נכסים המיוחסים לפעילות מופסקת		8,000	
סה"כ נכסים		131,500	
הון עצמי	59,500		
סה"כ התחייבויות והון עצמי	131,500		

נתונים נוספים:

1. נתח השוק של החברה בשנת 2010 הוערך בכ-40% במונחי מכירות שנתיות. להערכת החברה, בשנים 2011-2012 היקף שוק מוצרי האופנה יגדל בשיעור שנתי של 2% והחברה תצליח לשמור על נתח השוק שלה. בשנים 2013-2015 צופה החברה כי השוק יצמח בשיעור שנתי של 5% וכי נתח השוק של החברה יעמוד על 35%, בעקבות כניסת מתחרים חדשים לשוק.

2. להלן פירוט הוצאות עלות המכירות בשנת 2010:

אלפי ש"ח

שכר ונלוות	150,700
שכירות	30,000
פחת	10,000
שינויים במלאי	(3,200)
	187,500

- א. העלויות המשתנות צפויות לגדול (לקטון) בשיעור המהווה כ-25% משיעור הצמיחה (הקיטון) השנתי במכירות.
- ב. עלויות קבועות צפויות לגדול בשיעור שנתי ריאלי קבוע של 1%.
- ג. 30% מהוצאות שכר ונלוות משולמות לעובדי קבלן, המועסקים בהתאם לשינוי בהיקף הפעילות של החברה. יתר הוצאות השכר משולמות לעובדי החברה, על פי חוזה אישי בשכר גלובלי (ללא שעות נוספות).
- ד. החברה אינה צופה שינוי בגודל השטח השכור לפעילותה.
- ה. לסוגיית הוצאות הפחת ראה נתון 6.

3. החברה צופה כי שיעור הוצאות מכירה ושיווק מהיקף המכירות, בשנים 2011-2015, יהיה בדומה לשיעור בשנת 2010.

4. החברה צופה כי הוצאות הנהלה וכלליות יגדלו בשנים 2011-2015 בשיעור שנתי של 3%.

5. החברה צופה כי שיעור ההון החוזר התפעולי מהמכירות השנתיות בשנים 2011-2015 יהיה בדומה לשיעור בשנת 2010. להלן יתרות סעיפי ההון החוזר התפעולי ל-31 בדצמבר 2009 (באלפי ש"ח):

אלפי ש"ח

לקוחות	7,000
מלאי	5,000
ספקים	(5,000)
	7,000

6. הרכוש הקבוע נרכש ביום 1 בינואר 2008 ואורך חייו השימושיים נאמד במועד רכישתו ב-10 שנים.

החברה מעריכה כי תידרש השקעה בבניית קו ייצור נוסף בעלות כוללת של 8,000 אלפי ש"ח, אשר תתבצע בשני תשלומים שנתיים בשנים 2013-2014. הפעלת קו הייצור החדש צפויה ב-1 לינואר 2015. אורך חייו השימושיים מוערך ב-4 שנים.

בנוסף להשקעה האמורה לעיל, תידרש השקעה בגובה הפחת בשנים 2011-2015 לשימור הקיים.

לפי מדיניות החברה, כלל הרכוש הקבוע מופחת בהתאם לשיטת הקו הישר. כל הוצאות הפחת החזויות כלולות במסגרת עלות המכירות.

7. במהלך הרבעון האחרון בשנת 2010, החליטה החברה להפסיק את פעילותו של מפעל בבעלותה לייצור כלי בית. להלן כלל הנכסים וההתחייבויות המיוחסים לפעילות זו:

הערות	ערך פנקסני שווי הוגן		
	31.12.10	31.12.10	
הציוד נרכש ב-1.1.2007. אורך החיים השימושיים הוערך במועד הרכישה ב-5 שנים.	3,000	2,000	ציוד משרדי*
המכונה נרכשה ב-1.1.2006. אורך החיים השימושיים הוערך במועד הרכישה ב-10 שנים.	8,000	6,000	מכונה*
	(6,000)	(6,000)	אשראי בנקאי
* החברה מצפה למכור את הציוד המשרדי והמכונה ברבעון הראשון של 2011.			

8. ביום 1 בינואר 2009 נטלה החברה הלוואה שקלית לא צמודה בסך 50,000 אלפי ש"ח. ההלוואה נושאת ריבית שנתית בגין יתרת הקרן הבלתי מסולקת בשיעור של 10% המשולמת מידי שנה ביום 31 בדצמבר החל מיום 31 בדצמבר 2009. לפי תנאי ההלוואה, קרן ההלוואה תפרע בשני תשלומים שווים בימים 31 בדצמבר 2011 ו-2013. לפי תנאי השוק ליום 31 בדצמבר 2009, ניתן לקבל הלוואה דומה, לפי שיעור ריבית שנתית אפקטיבית של 7%, המשקף את מחיר החוב בשוק מוצרי האופנה.
9. ביום 30 ביוני 2009 רכשה החברה קרקע חקלאית למטרות השקעה תמורת 3,000 אלפי ש"ח. שוויה ההוגן של הקרקע ליום 31 בדצמבר 2010 הינו 4,500 אלפי ש"ח. מכירת הקרקע תחויב בתשלום מס בהתאם לשיעור מס שבת.
10. לצורך הפיתרון הנח כי שיעור מס החברות בשנת 2010 ואילך הינו 25%. הפער בין שיעור המס הסטטוטורי בשנת 2010 לשיעור המס האפקטיבי בשנת 2010 נובע מהוצאות לא מוכרות לצרכי מס. פער זה צפוי להישמר לכל אורך שנות התחזית.
11. שיעור מס רווחי הון ומס שבח החלים על החברה הינם 25%.
12. לצורך הפיתרון התעלם משיעור המע"מ.
13. מחיר ההון העצמי של החברה הינו 14%.
14. החברה נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב לפי שווי ממוצע של 120,000 אלפי ש"ח בחודש דצמבר 2010.
15. רמת המינוף הכלכלי של החברה משקפת את רמות המינוף בשוק מוצרי האופנה.
16. שיעור הגידול בתזרים התפעולי הפנוי החל משנת 2015 צפוי להיות 1% לשנה.
17. כל תזרימי המזומנים מבוצעים במחצית השנה, למעט אם נאמר אחרת.

נדרש:

- א. חשבי את הרווח התפעולי בשנים 2011-2015.
- ב. חשבי את ההשקעה בהון החוזר התפעולי בשנים 2011-2015.
- ג. חשבי את ההשקעות ההוניות בשנים 2011-2015.
- ד. חשבי את התזרים המייצג בשנת 2015.
- ה. חשבי את ה-WACC.
- ו. חשבי שווי תפעולי (EV) ליום 31.12.2010.
- ז. חשבי שווי ההון העצמי ליום 31.12.2010.

2. שימוש במכפילי שווי (20 נקודות)

לאחר מספר שנים של עבודה כרואי חשבון, החלטתם לפרוש לחיים שלווים יותר (וטובים יותר?) באחד מישובי הצפון, לרכוש מספר צימרים, וליהנות מהחיים. במהלך החיפושים פגשתם את מר חיים טוב, הבעלים של שישה צימרים איכותיים (הכוללים בריכת שחייה במרכזם) באבן מנחם (על כביש הצפון), המעוניין למכור את הצימרים שבבעלותו. לאחר מספר פגישות, סוכם כי המחיר של יחידות הנופש יחושב בהתאם למחיר ששולם לאחרונה על רכישת הצימרים של אחיו של חיים, מר יום טוב - יום טוב מכר לאחרונה את עשרת יחידות הנופש שלו בתמורה לחצי מליון ש"ח. נציין כי יחידות הנופש של יום טוב אינן מאובזרות ברמה דומה לאלו של אחיו, ורובן אף אינן כוללות ג'קוזי זוגי, שלא לדבר על בריכת שחייה. ביקשתם מרואה החשבון של האחים לספק לכם נתונים אודות פעילות הצימרים בשנה האחרונה, ונתוני מאזן של הנכסים וההתחייבויות של כל אחד מהאחים. להלן הנתונים שנתקבלו:

הצימרים של יום טוב			
נתוני רווח והפסד			
2010		2010	
(שח)		(שח)	
הכנסות	260,000	הכנסות	468,000
רווח תפעולי	143,000	רווח תפעולי	234,000
רווח נקי	50,000	רווח נקי	100,000
נתוני מאזן			
31.12.10	31.12.10	31.12.10	31.12.10
(שח)	(שח)	(שח)	(שח)
מזומן	20,000	מזומן	50,000
לקוחות	15,000	עלות הצימרים	250,000
עלות הצימרים	365,000	עלות הבריכה	110,000
הון עצמי	120,000	הון עצמי	250,000
400,000	400,000	410,000	410,000

הצימרים של חיים טוב			
נתוני רווח והפסד			
2010		2010	
(שח)		(שח)	
הכנסות	260,000	הכנסות	468,000
רווח תפעולי	143,000	רווח תפעולי	234,000
רווח נקי	50,000	רווח נקי	100,000
נתוני מאזן			
31.12.10	31.12.10	31.12.10	31.12.10
(שח)	(שח)	(שח)	(שח)
מזומן	20,000	מזומן	50,000
לקוחות	15,000	עלות הצימרים	250,000
עלות הצימרים	365,000	עלות הבריכה	110,000
הון עצמי	120,000	הון עצמי	250,000
400,000	400,000	410,000	410,000

נדרש:

- א. יש להשתמש במכפיל הרווח הנקי הנגזר מעסקת יום טוב, כדי לחשב את השווי הכלכלי של ההון העצמי של חיים טוב;
- ב. יש להשתמש במכפיל הרווח התפעולי הנגזר מעסקת יום טוב, כדי לחשב את השווי הכלכלי של ההון העצמי של חיים טוב;
- ג. יש להשתמש במכפיל המכירות הנגזר מעסקת יום טוב, כדי לחשב את השווי הכלכלי של ההון העצמי של חיים טוב;
- ד. מדוע לדעתך השווי שחושב לפי מכפיל רווח נקי שונה מזה שחושב לפי מכפיל רווח תפעולי. איזה שווי נכון יותר, לדעתך?
- ה. מדוע לדעתך השווי שחושב לפי מכפיל רווח תפעולי שונה מזה שחושב לפי מכפיל הכנסות. איזה שווי נכון יותר, לדעתך?

חלק שני - שאלות קטנות (30 נקודות)

להלן חמש טענות. קבע/י האם כל אחת מהטענות להלן נכונה / לא נכונה ונמק/י בקצרה (הגבל/י את תשובתך לחצי עמוד לכל היותר לכל שאלה).

- א. המונה בחישוב מכפיל EBITDA הינו שווי השוק של החברה.
- ב. מינוף פיננסי גבוה הינו מסוכן לחברות, והינו דבר שלילי.
- ג. גיוס חוב נוסף לחברה יגדיל את ההתחייבויות הפיננסיות של החברה, ובכך יקטין את שווי ההון העצמי הכלכלי של החברה.
- ד. שיטת המכפיל הינה "חישוב אצבע" של שיטת היוון תזרימי המזומנים.
- ה. הון חוזר תפעולי, בהכרח, כולל בתוכו סעיף "מלאי".

בהצלחה!