

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 ב', תשע"א

מועד ב'

יום ו', 22.7.2011	מועד הבחינה:
3 שעות	משך הבחינה:
6 עמודים, כולל עמוד זה	מס' עמ' בבחינה:
מחשבון + חומר פתוח	חומר עזר:

בהצלחה !!

AA-54

חלק א' - מכפילים

שאלה 1 (10 נקודות)

קיו-קפה היא רשת בתי קפה ותיקה שבחרה את סניפיה בקפידה רבה, באתרים שבהם יש תנועה גדולה של הולכי רגל עם רמות הכנסה גבוהה. על כן, ה-ROC שלה הוא פי 1.6 מ-ROC של רשת בתי קפה טיפוסית.

מכיוון ששוק בתי הקפה רווי למדי, אנליסטים מאמינים כי כל רשתות הקפה נמצאות בתקופת צמיחה יציבה, עם שיעור צמיחה של 2.5% לשנה. הם גם מאמינים כי ה-WACC הראוי לכל הרשתות הוא 10%. כל הרשתות משלמות מס הכנסה בשיעור של 25%.

הנח עוד כי רשת טיפוסית נסחרת בבורסה במכפיל EBIT של 8.2, כאשר במכנה המכפיל מוצב EBIT של ארבעת רבעונים אחרונים. מהו מכפיל EBIT הראוי לקיו-קפה (גם כאשר במכנה המכפיל מוצב EBIT של ארבעת רבעונים אחרונים).

שאלה 2 (10 נקודות)

יורם, אנליסט בבית ההשקעות שבזי, מעריך את שווי ההון העצמי של הרשת החברתית "תקווה סולו" ב-200 מיליון דולר. הוא הגיע להערכה זו לאחר שהכפיל את הרווח הנקי שלה בשנה האחרונה, שעמד על 10 מיליון דולר, במכפיל רווח נקי ממוצע של רשתות חברתיות. דינה, משקיעה פרטית, חושבת שיורם טועה, ובגדול. זאת משום ששיעור הצמיחה הצפוי ברווח הנקי של "תקווה סולו" הוא 15%, בעוד ששיעור הצמיחה הצפוי ברווח הנקי של רשת חברתית טיפוסית עומד על 10% בלבד. דינה ערכה ניתוח מעמיק, והגיעה למסקנה כי "תקווה סולו" ראוייה למכפיל PEG של פי 1.25 ממכפיל ה-PEG הממוצע של רשתות חברתיות. מהו השווי הראוי להון העצמי של "תקווה סולו" לדעתה של דינה?

שאלה 3 (15 נקודות)

חברת סקוט, חברת פיצ'רלד וחברת זלדה פועלות בתחום ההוצאה לאור. שתי הראשונות נסחרות בבורסה והשלישית היא חברה פרטית, שאת/ה מתבקש/ת להעריך את שווי פעילותה. להלן, תמצית מאזני שלושת החברות, ל-31.3.2010 ול-31.3.2011:

זלדה		פיצ'רלד		סקוט		
31.3.11	31.3.10	31.3.11	31.3.10	31.3.11	31.3.10	
640	570	760	600	500	440	מזומנים וניירות ערך סחירים*
325	293	1,200	1,080	750	675	הון חוזר תפעולי
3,900	3,750	6,400	6,000	4,000	3,800	נכסים תפעוליים אחרים, נטו
<u>4,865</u>	<u>4,613</u>	<u>8,360</u>	<u>7,680</u>	<u>5,250</u>	<u>4,915</u>	
2,050	2,050	3,200	3,200	1,900	1,900	חוב לבנק ולמחזיקי אג"ח**
2,815	2,563	5,160	4,480	3,350	3,015	הון עצמי
<u>4,865</u>	<u>4,613</u>	<u>8,360</u>	<u>7,680</u>	<u>5,250</u>	<u>4,915</u>	

*הניחו כי כל היתרה משקפת נכסים עודפים. **הניחו כי הערך המאזני משקף שווי הוגן.

להלן נתונים המתייחסים ל-12 החודשים שהסתיימו ב-31 במארס 2011:

זלדה TTM	פיצ'רלד TTM	סקוט TTM	
6,500	8,000	5,000	מכירות
1,625	3,200	1,900	EBITDA
1,325	2,240	1,300	EBIT

באפריל 2011, לאחר שהשוק למד את המספרים לעיל, סקוט נסחרת בשווי שוק (מרקט קפ) של 11,925 ופיצ'רלד נסחרת בשווי שוק של 19,920. הנח כי השוק צופה צמיחה דומה לשלושת החברות. גם ה-WACC דומה אצל שלושתן, ואפילו שיעור המס דומה.

נדרש:

א- (1) חשב את ממוצע מכפיל המכירות בקבוצת ההשוואה (שחברותיה הן סקוט & פיצ'רלד). (2) חשב את שווי הפעילות הנגזר מזלדה ממכפיל ממוצע לזה.

ב- (1) חשב את ממוצע מכפיל EBITDA בקבוצת ההשוואה. (2) חשב את שווי הפעילות הנגזר מזלדה ממכפיל ממוצע לזה.

ג- האם לדעתך ממוצע מכפיל המכירות בקבוצת ההשוואה גבוה או נמוך ממכפיל מכירות ראוי לזלדה? הסבר ונמק.

ד- האם לדעתך ממוצע מכפיל EBITDA בקבוצת ההשוואה גבוה או נמוך ממכפיל EBITDA ראוי לזלדה? הסבר ונמק.

חלק ב' – DCF: שאלה 5 (35 נקודות)

להלן מאזנים ל-31.12.10 ו-31.12.11 ותוצאות השנה שהסתיימה ב-31 בדצמבר 2011, של יצרנית פטישים:

2011		31.12.11	31.12.10	
4,500	מכירות	1,357	830	מזומנים (הנח שכולם "עודפים")
720	רווח תפעולי	640	590	לקוחות
40	הוצאות מימון	615	610	מלאי
680	רווח לפני מסים	3,400	3,290	רכוש קבוע (עליו יש בלאי)
136	מסים על הכנסה	6,012	5,320	
544	רווח לתקופה			
		538	490	ספקים
		600	500	בנקים / אגרות חוב
		4,874	4,330	הון עצמי
		6,012	5,320	

להלן מספר תחזיות לשנים 2012 עד 2015, כמו גם לשנה המייצגת, 2016:

	2016 מייצגת	2015	2014	2013	2012	
	6,415	6,220	5,960	5,520	4,960	מכירות
	10%	11%	13%	14%	15%	רווחיות תפעולית
				1.5		מכירות חלקי יתרת רכוש קבוע בתחילת שנה
						הון חוזר תפעולי בסוף שנה כ-%
					15%	ממכירות השנה שחלפה
		210				השקעות נטו
	2/3 מה-ROC ב-2011	13%	16%			ROC לפני מס, מכנה לתחילת שנה

משנת 2017 ואילך, המכירות צומחות ב-3% לשנה. שיעור המס תמיד 20%. WACC שווה ל-10%.

נדרש (בכל הסעיפים הראה חישובים מפורטים):

- חשב תזרים חופשי לשנת 2012 (6 נקודות).
- חשב תזרים חופשי לשנת 2013 (6 נקודות).
- חשב תזרים חופשי לשנת 2014 (3 נקודות).
- חשב תזרים חופשי לשנת 2016 (12 נקודות).
- חשב שווי ראוי להון עצמי ליום ה-31 בדצמבר 2011. (8 נקודות).

חלק ג' – שיעורי היוון: שאלה 4 (15 נקודות)

א- שאלות נכון / לא נכון – ענה ונמק בקצרה (לא יותר משתי שורות לכל טענה)

- להיוון עלויות מו"פ ישנה השפעה על תזרים המזומנים החופשי.
 - להיוון תשלומי חכירה ישנה השפעה על תזרים המזומנים החופשי.
 - להיוון עלויות המו"פ ישנה השפעה על עלות ההון המשוקללת.
 - להיוון תשלומי חכירה ישנה השפעה על עלות ההון המשוקללת.
 - להיוון עלויות המו"פ ישנה השפעה על שווי הפעילות שמתקבל.
 - להיוון תשלומי חכירה ישנה השפעה על שווי הפעילות שמתקבל.
- ב- חגי, אנליסט בחברת ביזה, מנסה לאמוד את ביטת הנכסים של בנק הפועלים. (1) הנחו אותו בקצרה כיצד לפעול (2) לפי התיאוריה, האם יכול להיות שביטת האקוויטי של בנק הפועלים ובנק לאומי שונות? מדוע? (3) לפי התיאוריה, למי לדעתך אמורה להיות ביטת נכסים גבוהה יותר? לבנק הפועלים או למניית דלק אנרגיה, השותפה במאגרי הגז "תמר" ו"לויתן"?

חלק ד' – יחסים פיננסיים: שאלה 6 (15 נקודות)

חברת סקופ עוסקת ביבוא ושיווק מוצרים וחומרי גלם בענף המתכות דהיינו: אלומיניום, פלדה, גירוסטה, סגסוגת ניקל, פלז, נחושת, ברונזה, טיטניום וכו'. מוצרי החברה כוללים כ-80,000 פריטי מדף מוצרים אלה משמשים מגוון רחב של ענפי תעשייה רבים ביניהם: מזון, תרופות, כימיה, מחצבים, אלקטרוניקה, מיזוג אוויר, תשתיות, מוצרי צריכה, היי-טק, בניה ציבורית, תעשייה תעופתית, תעשייה צבאית, שילוט, זיווד ועוד. לחברה מעל ל-4,500 לקוחות בישראל. השירות שמעניקה החברה ללקוחותיה כולל: אחסון, חיתוך, ניסור ואספקה תוך 24 שעות. שיטה זאת חוסכת ללקוחות זמן, עלויות שכר, שטח אחסון ומימון. לחברה 5 מחסנים אוטומטים: 4 לאחסון מוצרים ארוכים (דהיינו: צינורות, מוטות, שטחים, פרופילים ועוד) ומחסן אוטומטי לתחום האביזרים. לחברה 5 קווי חיתוך וגזירה, קו לליטוש וציפוי של פחי גירוסטה ואלומיניום וקווי ניסור, 39 משאיות להובלה בגדלים שונים בעלות כושר העמסה של 4 טון ועד 20 טון, 25 עגורנים עד כושר העמסה של 16 טון וכ-38 מלגזות עד לכושר העמסה של 16 טון.

חברת טלסיס עוסקת ביבוא ושיווק מגוון רחב של רכיבים אלקטרוניים. לחברה מעל לאלף לקוחות. מרבית חברות האלקטרוניקה בישראל - בתחומי התקשורת, המכשור הרפואי, התעשייה, האבטחה, בתחום הצבאי - נמנות על לקוחותיה. הפעילות מבוצעת בשתי דרכים עיקריות: (1) בשיטת המכירה כברוקר, פועלת החברה על מנת להתאים בין ביקושים של לקוחותיה לבין היצע של ספקיה. לאחר קבלת ההזמנה מהלקוח, רוכשת החברה את הרכיבים מהספק עבור הלקוח, ולאחר קבלת הרכיבים מהספק מוכרת את הרכיבים ללקוח. (2) בשיטת המכירה כמפיצה רוכשת החברה עבור עצמה מלאי רכיבים מספקיה, ומוכרת את הרכיבים מתוך המלאי ללקוחותיה. עיקר הפעילות מתבצע במשרדי החברה בקריית עתידים בת"א, אשר שטחם 1,356 מ"ר. שטח זה כולל את מחסן הרכיבים ודלפק המכירות. לחברה 2 כלי רכב מסחריים להובלות ומשלוחים ללקוחות.

בעמוד האחרון מובאים, עבור סקופ ועבור טלסיס, תמצית מאזנים לימים 31.12.2009 ו-31.3.2010 כמו גם לימים 31.12.2010 ו-31.3.2011. כמו כן מובאים נתונים משלושה דוחות רווח והפסד: רבעון ראשון 2010, שנת 2010 ורבעון ראשון 2011. לא להיבהל: אין צורך לעשות הרבה חישובים.

עבור סקופ, שנת 2010, חישבתי את ה-ROC ואת שני הגורמים המסבירים אותו (בחישובי התשובה על הקפיטל, הקפיטל הוא ממוצע של תחילה וסוף שנה)

גלגול נכסים	×	רווחיות תפעולית	ROC =
0.85	×	6.37%	5.39% =

א- חשבו והציגו את שלושת היחסים המקבילים עבור טלסיס שנת 2010.

ב- (1) לאיזו חברה ROC גבוהה יותר? (2) זהו כמותית את הגורמים שמסבירים את ההבדל ב-ROC? (3) הסבירו כיצד הגורמים הללו עקביים עם תאור עסקי החברות שהובא לעיל?

ג- מבלי לערוך חישובים מפורטים (אין זמן לזה) ענו בקיצור נמרץ על השאלות הבאות, על בסיס עיון בדוחות לעיל וחישובים זריזים וגסים:

(1) לאיזו חברה מחזור המרת מזומנים ארוך יותר? כיצד תשובתך מתקשרת לממצאך בסעיפים א' ו-ב'?

(2) האם בחברה שזיהית בסעיף (1), המגמה היא התארכות מחזור המזומנים או התקצרותו? מה הגורם עקרי המסביר את המגמה – ימי לקוחות, ימי מלאי או ימי ספקים --- והאם זהו הגורם המסביר את הפער במחזור המזומנים בין החברות?

סקופ

31.3.11	31.12.10	31.3.10	31.12.09	מאזנים מתומצתים: (באלפי שקלים)
136,431	229,427	242,872	256,259	מזומנים וני"ע סחירים
287,213	262,186	272,937	266,092	לקוחות
559,662	562,279	621,476	665,775	מלאי
360,429	361,275	381,197	382,239	נכסים תפעולים אחרים
<u>1,343,735</u>	<u>1,415,167</u>	<u>1,518,482</u>	<u>1,570,365</u>	סה"כ נכסים
98,326	99,566	93,323	99,666	ספקים
689,299	771,421	846,187	870,027	חובות כספיים
556,110	544,180	578,972	600,672	הון עצמי
<u>1,343,735</u>	<u>1,415,167</u>	<u>1,518,482</u>	<u>1,570,365</u>	

מספרים נבחרים מדוחות רווח והפסד (באלפי שקלים):

Q1-2011	2010	Q1-2010	מכירות
271,066	972,531	239,710	עלות מכירות
198,538	722,628	178,016	רווח גולמי
72,528	249,903	61,694	הוצאות שיווק ומכירה
35,258	136,771	33,317	הוצאות הנהלה וכלליות
13,713	51,291	12,934	רווח תפעולי
<u>23,557</u>	<u>61,841</u>	<u>15,443</u>	

טלסיס

31.3.11	31.12.10	31.3.10	31.12.09	מאזנים מתומצתים: (באלפי שקלים)
40,918	42,842	61,765	68,434	מזומנים וני"ע סחירים
61,999	57,757	74,644	58,290	לקוחות
28,201	27,704	25,594	18,861	מלאי
6,249	5,506	4,915	4,410	נכסים תפעולים אחרים
<u>137,367</u>	<u>133,809</u>	<u>166,918</u>	<u>149,995</u>	סה"כ נכסים
28,870	25,643	42,398	28,287	ספקים
4,236	5,488	4,286	4,643	חובות כספיים
104,261	102,678	120,234	117,065	הון עצמי
<u>137,367</u>	<u>133,809</u>	<u>166,918</u>	<u>149,995</u>	

מספרים נבחרים מדוחות רווח והפסד (באלפי שקלים):

Q1-2011	2010	Q1-2010	(באלפי שקלים)
49,105	236,979	60,822	מכירות
40,617	199,436	51,159	עלות מכירות
8,488	37,543	9,663	רווח גולמי
4,361	16,986	4,243	הוצאות שיווק ומכירה
1,385	5,642	1,371	הוצאות הנהלה וכלליות
<u>2,742</u>	<u>14,915</u>	<u>4,049</u>	רווח תפעולי

בהצלחה !!!