

האוניברסיטה העברית בירושלים

בית הספר למנהל עסקים מיסודם של דניאל ורפאל רקאנטי

# הערכת שווי חברות

## ערן בן חורין וניר יוסף

מצגת מס' 2 – עיבוד הדוחות הכספיים

# שעת סיפור



# שעת סיפור - Herbalife

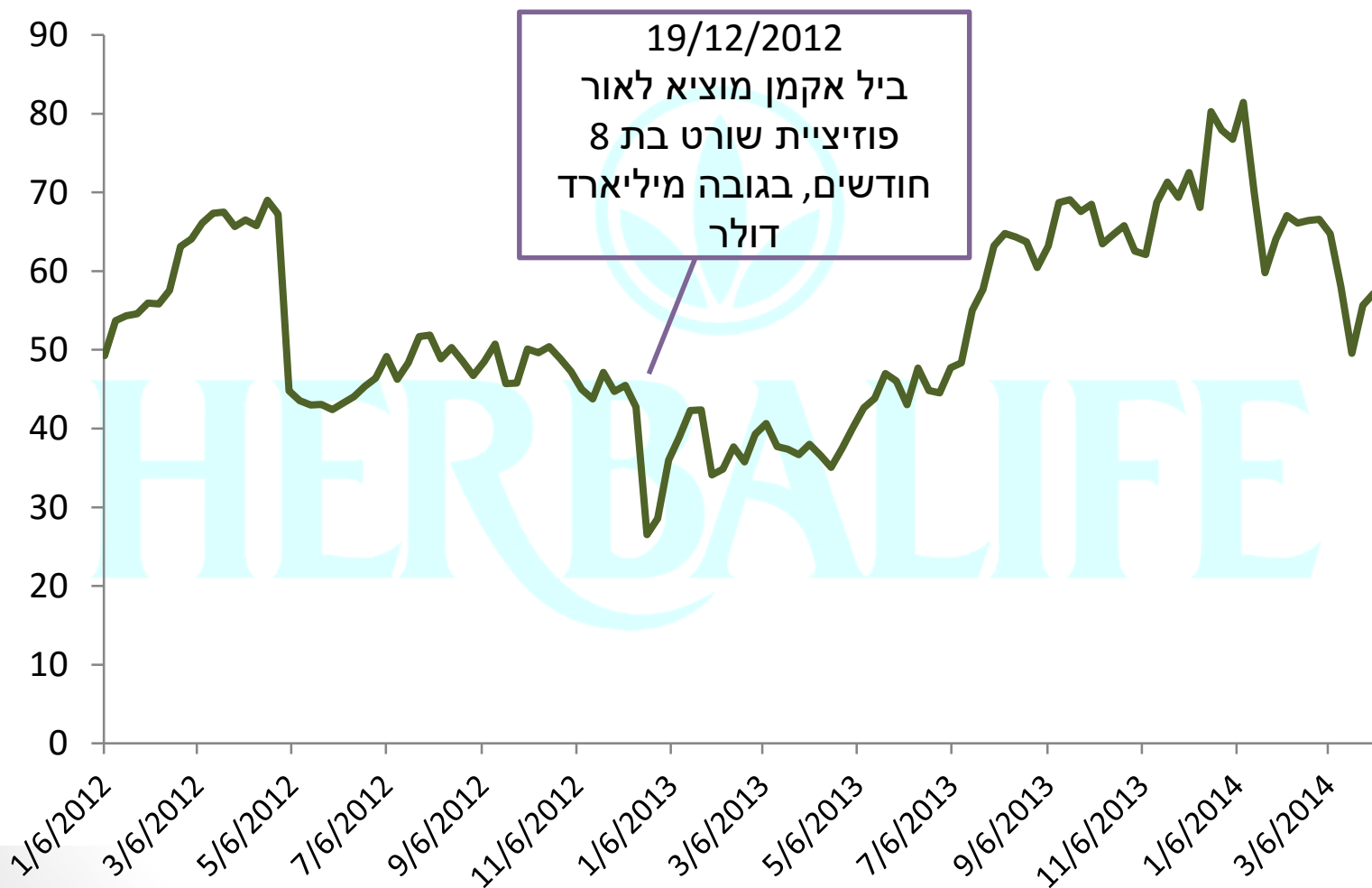


- אחת הסאגות העסיסיות שקרו בוול סטריט בשנים האחרונות, בהשתתפות קאסט נוצץ במיוחד, ביניהם: דיוויד איינהורן, ביל אקמן, דיוויד צ'אפמן, דן לואב וקרל אייקן. עוד השתתפו, כניצבים: ה-FTC Federal Commission Commity).
- אז מה קרה שם?

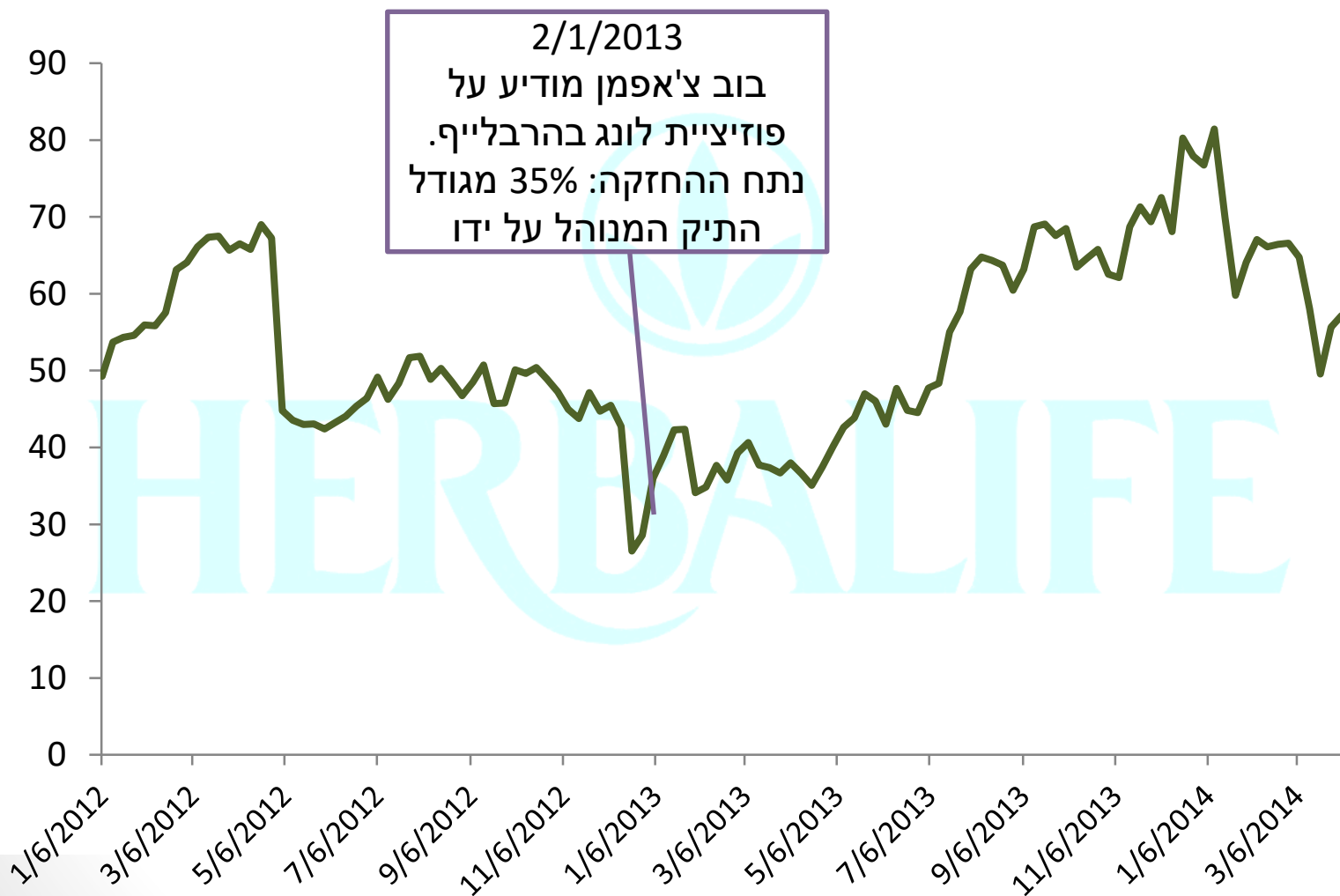
# שעת סיפור - Herbalife



# שעת סיפור - Herbalife



# שעת סיפור - Herbalife



# שעת סיפור - Herbalife

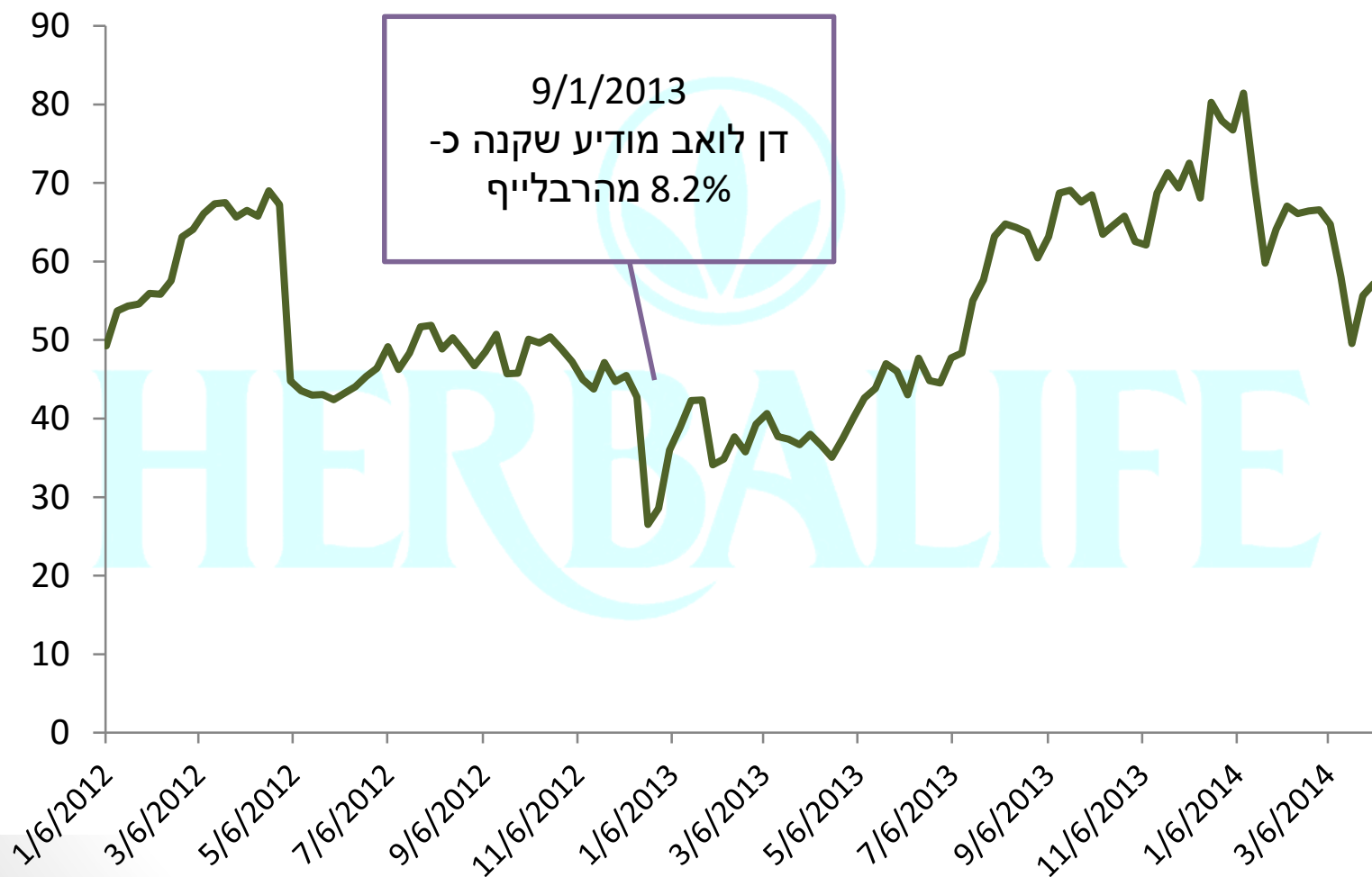


- אגב, ככה בוב צ'אפמן נראה:



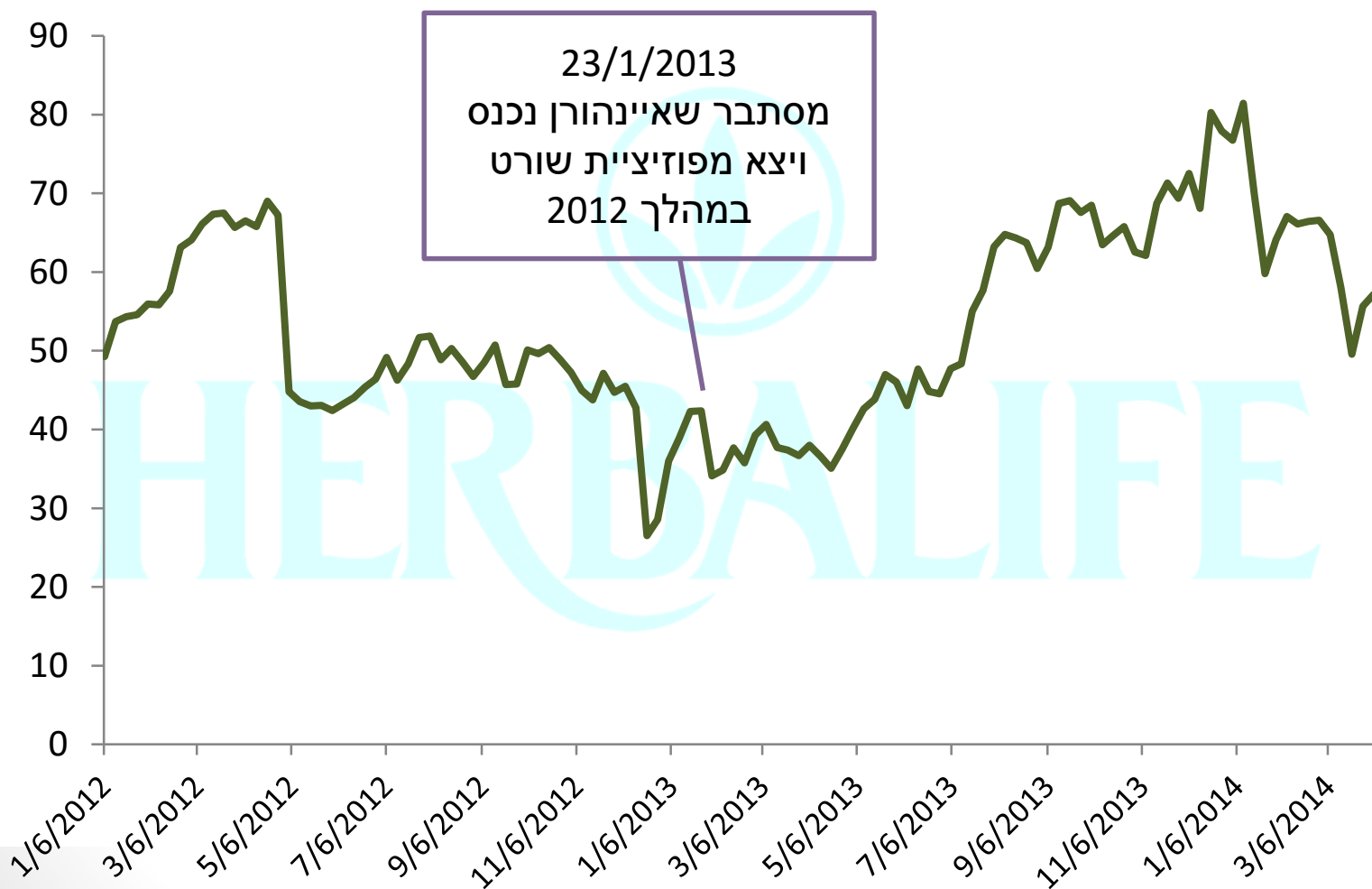
- בחזרה להרבלייף

# שעת סיפור - Herbalife





# שעת סיפור - Herbalife

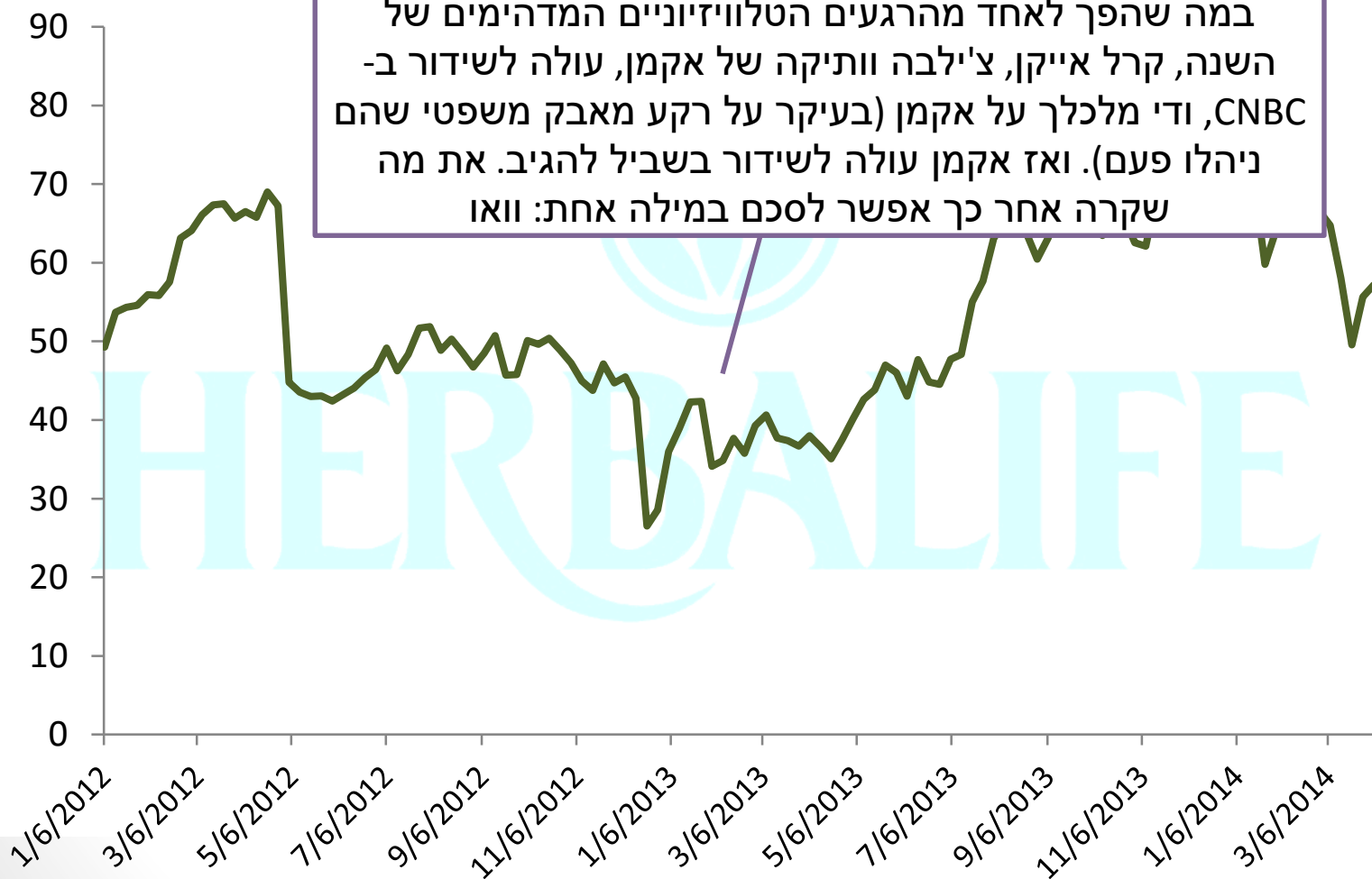


# שעת סיפור - Herbalife

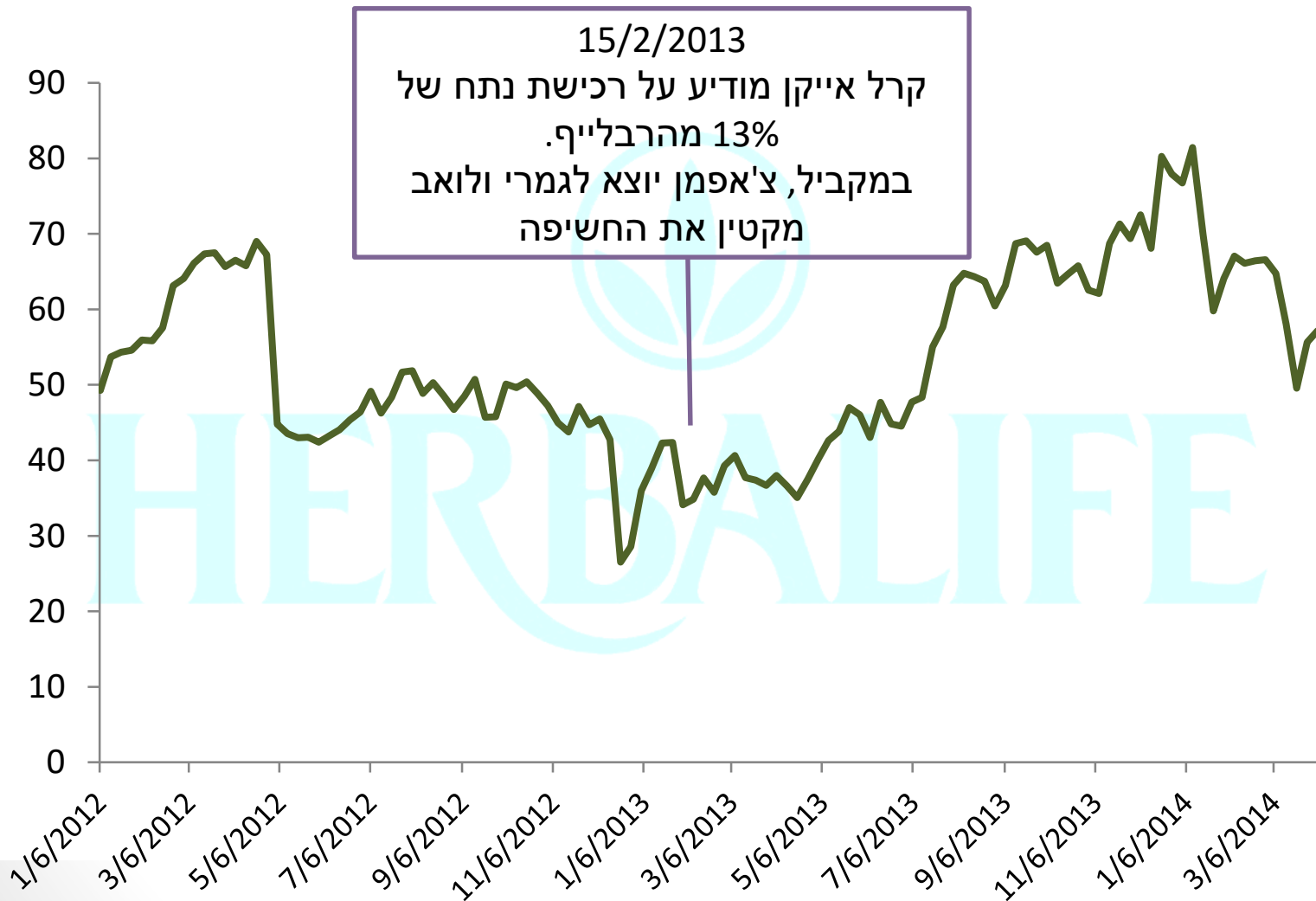


26/1/2013

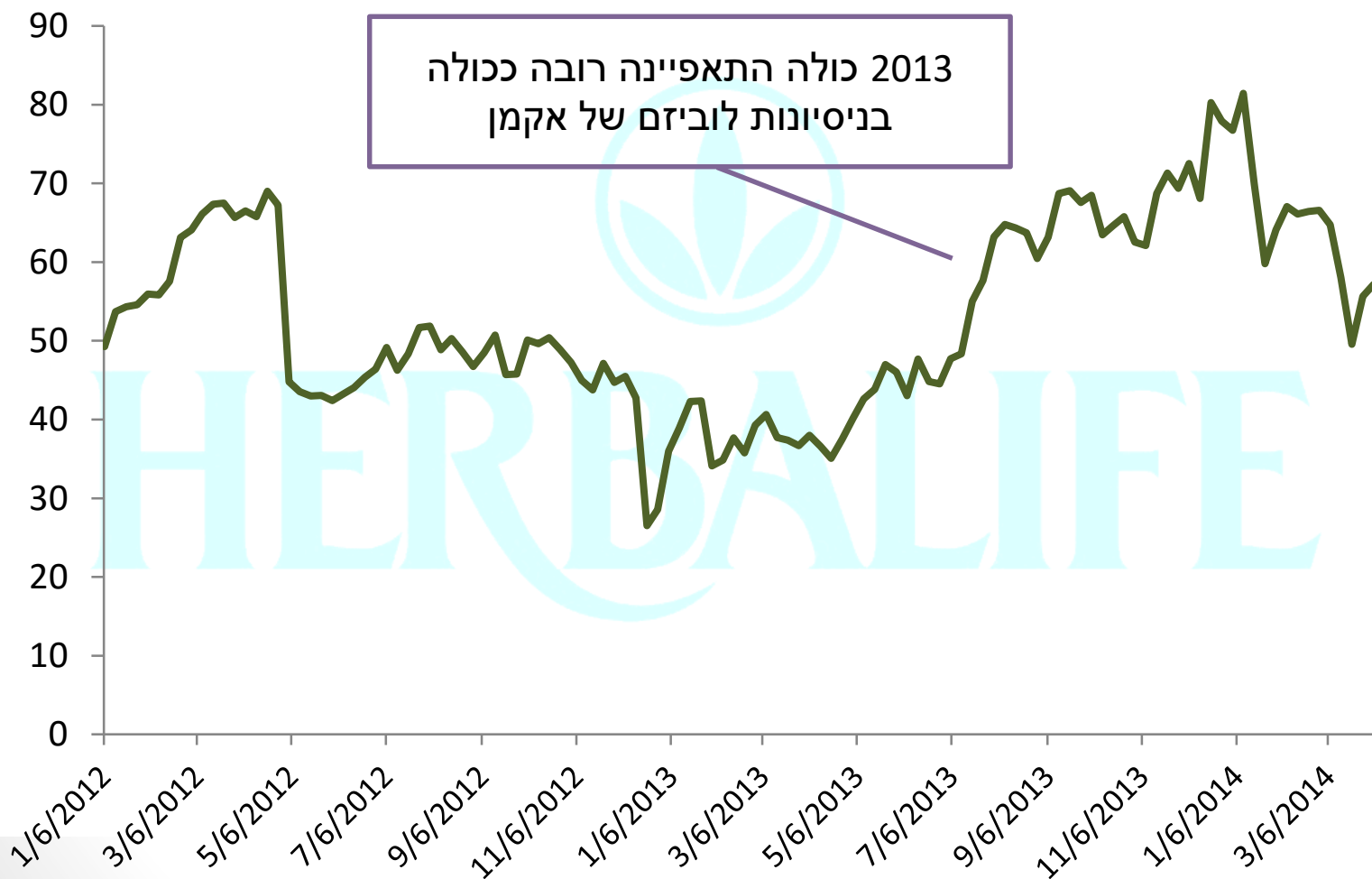
במה שהפך לאחד מהרגעים הטלוויזיוניים המדהימים של השנה, קרל אייקן, צ'ילבה וותיקה של אקמן, עולה לשידור ב-CNBC, ודי מלכלך על אקמן (בעיקר על רקע מאבק משפטי שהם ניהלו פעם). ואז אקמן עולה לשידור בשביל להגיב. את מה שקרה אחר כך אפשר לסכם במילה אחת: וואו



# שעת סיפור - Herbalife



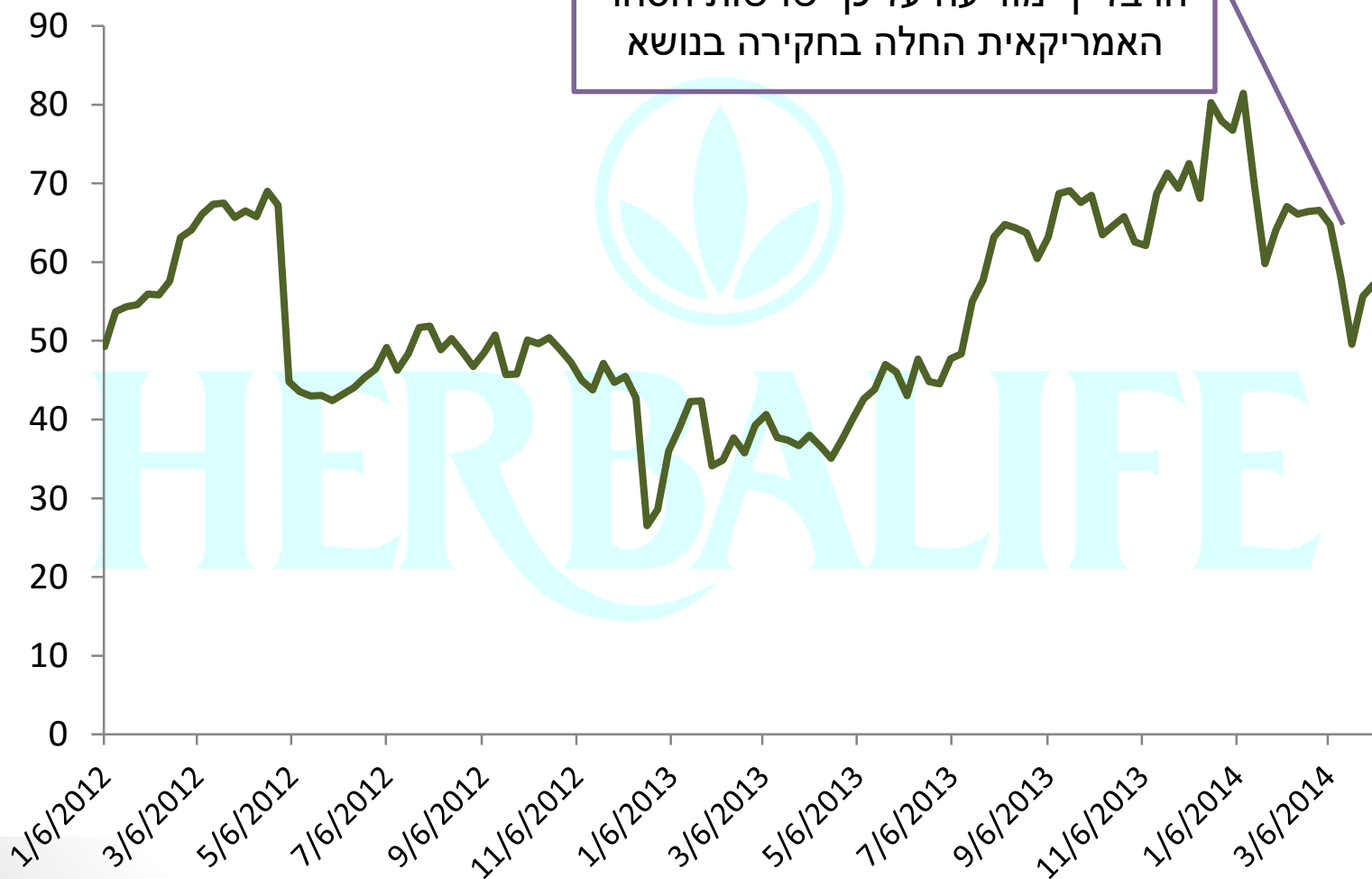
# שעת סיפור - Herbalife



# שעת סיפור - Herbalife



הרבלייף מודיעה על כך שרשות הסחר  
האמריקאית החלה בחקירה בנושא



# שעת סיפור - Herbalife



אפילוג:

אקמן נכנס לפוזיציה שלו במחיר ממוצע של בערך \$48 והמיר

במהלך התקופה את ההימור באופציות מכר (Put).

לדבריו, נקודת האיזון שלו היא באזור \$31-32. מחירה של

מניית הרבלייף כיום: \$62

באפריל 2016 יצא לאקרנים סרט בשם Betting on Zero

# שעת סיפור - Herbalife

מוסר השכל:

בפעם הבאה שמישהו אומר לכם שהערכת שווי היא מדע מדויק, שהשוק יעיל, או שהעדפות המשקיעים הן הומוגניות, ספרו לו את המעשייה על שני המיליארדרים שלא הצליחו להחליט האם מחירה של מניה הוא 0\$ או \$80.

# שעת סיפור - Herbalife



להרחבה:

<http://www.buysidemetrics.com/?p=8951>

<http://factsaboutherbalife.com/robin-hood-in-reverse/>

עמוד הגורואים של עודד קרייזל:

<http://www.shookrun.com/fa/value/faguru.htm>



בחזרה לקורס... 

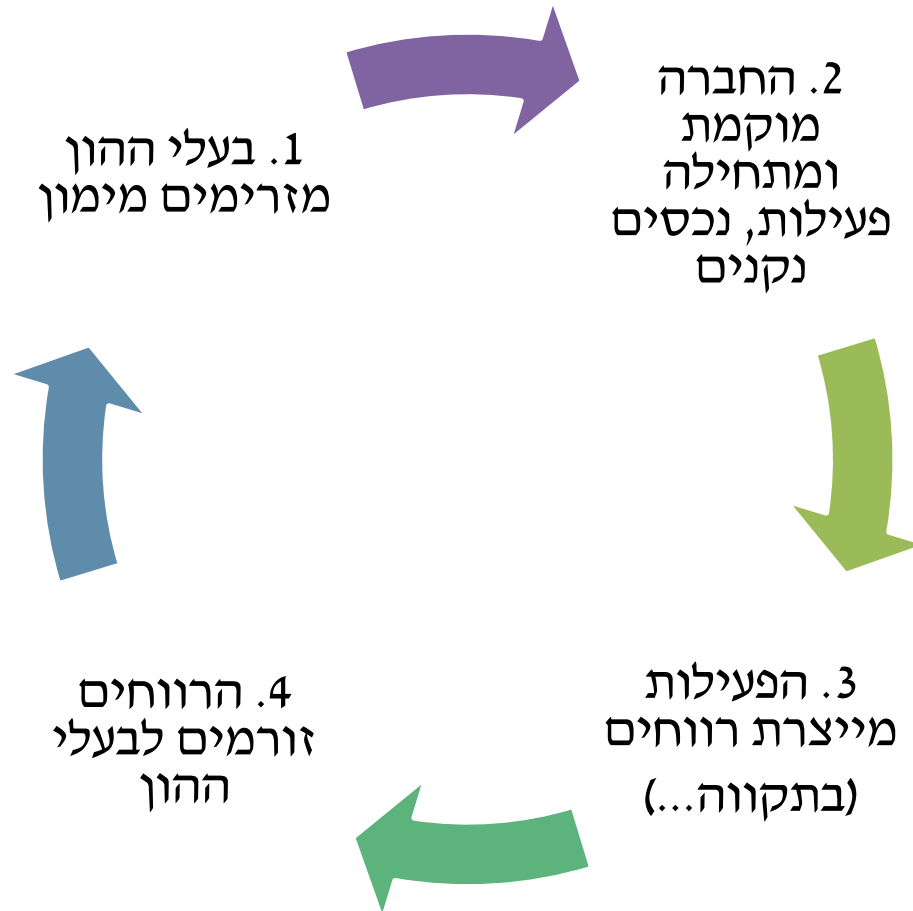
# בניית מאזן תפעולי

- מטרה: להגיע לצורה מכווצת ומקובצת של מאזן החברה, עבור מספר שנים אחורה.

חוב פיננסי (נטו)	נכסים עודפים
הון עצמי	הון חוזר
	נכסים המשמשים את הפעילות

קפיטל

# בניית מאזן תפעולי



# בניית מאזן תפעולי – פריטים פיננסיים

- כלל אצבע: על התחייבות או נכס, נזילים יחסית, נושאי ריבית.
- דוגמאות:
  - הלוואות מבנקים ו/או אגרות חוב
  - מזומנים ושווי-מזומנים
  - ניירות ערך זמינים למכירה
  - תכניות הטבה לעובדים
  - חכירות תפעוליות \*

# בניית מאזן תפעולי – פריטים פיננסיים

עבור שופרסל (2008):

נכסים פיננסיים		התחייבויות פיננסיות	
מזומנים ושווי מזומנים	63	אשראי מתאגידים בנקאיים	32
בטוחות סחירות	185	חלויות שוטפות בגין אגרות חוב	61
הלוואות לזמן ארוך לאחרים	23	התחייבויות נוספות לתאגידים בנקאיים ואחרים	43
השקעות אחרות	8	בגין אגרות חוב	1,760
		הטבות לעובדים	61
	<b>279</b>		<b>1,957</b>

**החוב הפיננסי נטו הוא סך ההתחייבויות הפיננסיות בניכוי הנכסים הפיננסיים ועומד על כ- 1,678 מיליוני ש"ח.**

# בניית מאזן תפעולי – נכסים עודפים

- החזקה בחברות כלולות
- החזקות לא נזילות בניירות ערך
- ייעודה לפיצויים
- הלוואות לחברות אחרות

# בניית מאזן תפעולי – פריטים פיננסיים

עבור שופרסל (2008):

	התחייבויות עודפות		נכסים עודפים
32	חלקה של החברה בגרעון בהון של חברה כלולה	46	הלוואות לזמן ארוך לחברה כלולה
		320	נדל"ן להשקעה
		2	זכות השבה בגין הטבות לעובדים
<b>32</b>		<b>368</b>	

**הנכסים העודפים נטו** של חברת שופרסל הם סך הנכסים העודפים בניכוי ההתחייבויות העודפות. מכאן שסך הנכסים העודפים נטו של חברת שופרסל הם כ- 336 מיליוני ש"ח.

# בניית מאזן תפעולי – נכסים המשמשים את הפעילות

באופן עקרוני, אנו נחשב כעת את עלות השחלוף של  
הנכסים, או בפשטות, כמה כסף נצטרך לגייס  
(ממשקיעים, בנקים ובעלי הון אחרים) בכדי לבנות את  
העסק מחדש.



# בניית מאזן תפעולי – נכסים המשמשים את הפעילות

## 1. הון חוזר תפעולי

הנכסים השוטפים (התפעוליים) של החברה, בניכוי ההתחייבויות השוטפות (התפעוליות) שלה.

עבור שופרסל (2008):

תפעוליים שוטפים	התחייבויות שוטפות תפעוליות		
לקוחות	1,196	1,500	ספקים ונותני שירותים
חייבים אחרים	140	580	זכאים ויתרות זכות
מלאי	607	7	הפרשות בגין תביעות והליכים משפטיים
מסים שוטפים	20		
	<b>1,963</b>	<b>2,087</b>	

ההון החוזר עומד על מינוס 124 מיליוני ש"ח, תופעה נפוצה אצל קמעונאיות.

# בניית מאזן תפעולי – נכסים המשמשים את הפעילות

## 2. רכוש קבוע

שם כולל לנכסים המשמשים את העסק ליצירת הכנסה במשך תקופה ארוכת טווח.  
עבור שופרסל (2008):

	רכוש קבוע, נטו מפחת
1,826	רכוש קבוע
133	דמי חכירה ששולמו מראש
<b>1,959</b>	

# בניית מאזן תפעולי – נכסים המשמשים את הפעילות

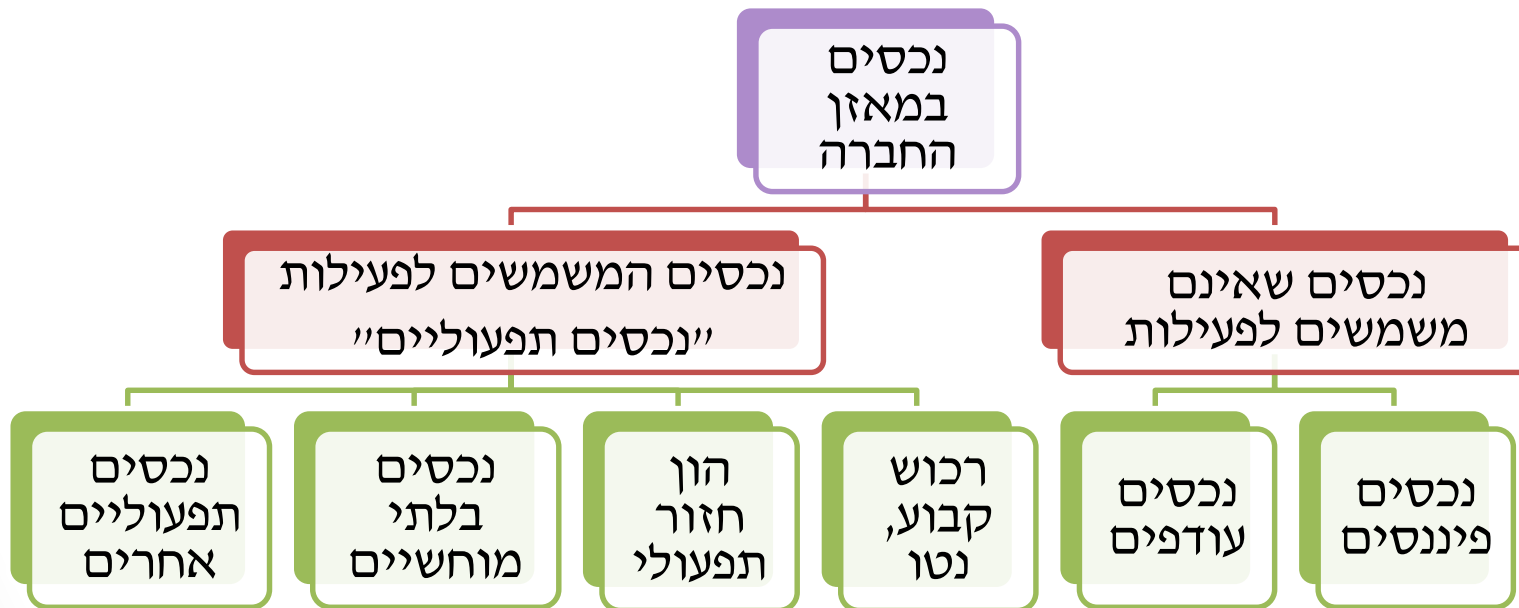
## 3. נכסים בלתי מוחשיים

האם יש לכלול את נכס המוניטין בקפיטל? סוגיה לא פשוטה...

## 4. נכסים (והתחייבויות) תפעוליים אחרים

# בניית מאזן תפעולי – סיכום

## סיכום



# בניית מאזן תפעולי – סיכום

עבור שופרסל (2008):

1,678	חוב פיננסי (נטו)	336	נכסים עודפים (נטו)
		(124)	הון חוזר תפעולי
		1,959	רכוש קבוע, נטו
		82	נכסים בלתי מוחשיים שאינם מוניטין
		383	מוניטין קלאבמארקט
		86	מוניטין אחר
986	הון עצמי מתואם	(58)	נכסים תפעוליים אחרים
<b>2,664</b>	<b>סה"כ חוב פיננסי נטו והון עצמי</b>	<b>2,664</b>	<b>סה"כ נכסים</b>

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות מו"פ

תנאים מחמירים בתקינה החשבונאית אינם מתירים את היוון (זקיפת) כנס במאזן החברה) של הוצאות מו"פ, לעיתים שלא בצדק.

לכן, אנו ניצור נכס מו"פ רעיוני, "כאילו" שהחברה היוונה את הוצאות המו"פ שלה.

לשם כך, עלינו להניח שתי הנחות:

1. שיטת ההפחתה של הנכס – אנו נניח הפחתה בשיטת הקו הישר.
2. אורך החיים של הנכס – התשובה איננה חד-משמעית ותשתנה מענף לענף.

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות מו"פ

הנוסחה הכללית לחישוב נכס המו"פ:

$$R\&D Asset_0 = \sum_{t=-(n-1)}^{t=0} \frac{n+t}{n} \cdot R\&D_t$$

עבור אלביט (2009), עלויות מו"פ היסטוריות:

2009	2008	2007	2006
217	185	127	93

נכס מו"פ לסוף שנת 2009:

$$R\&D Asset_{2009} = \frac{1}{4} \cdot 93 + \frac{2}{4} \cdot 127 + \frac{3}{4} \cdot 185 + 217 = 443$$

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות מו"פ

המאזן התפעולי של אלביט (2009),

ואחרי:

לפני:

137	חוב פיננסי (נטו)	54 (17)	נכסים עודפים הון חוזר תפעולי
909+ 443 = 1,352	הון עצמי מתואם	+ 1,008 443 = 1,451	נכסים תפעוליים (נטו)

137	חוב פיננסי (נטו)	54 (17)	נכסים עודפים הון חוזר תפעולי
909	הון עצמי	1,008	נכסים תפעוליים (נטו)



# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות מו"פ

למה זה חשוב?

רמז: הקפיטל של Adobe לפני ואחרי היוון עלויות מו"פ:

	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Invested capital</b>					
Operating working capital	(224)	(192)	(168)	(378)	(50)
Property, plant, and equipment	100	104	227	290	313
Investment in lease receivable	127	127	127	207	207
Other assets, net	2	(2)	(19)	(8)	(35)
<b>Invested capital without goodwill</b>	<b>4</b>	<b>36</b>	<b>168</b>	<b>111</b>	<b>435</b>
→ Capitalized R&D asset	1,601	1,806	2,165	2,562	2,968
Adjusted invested capital without goodwill	1,605	1,842	2,333	2,673	3,403
Goodwill	110	119	2,149	2,148	2,135
Other intangibles	16	16	506	403	215
Cumulative amortization of acquired intangibles	21	60	300	542	729
<b>Adjusted invested capital</b>	<b>1,751</b>	<b>2,037</b>	<b>5,289</b>	<b>5,766</b>	<b>6,482</b>

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות מו"פ

## התאמת ה-NOPLAT

המאזן התפעולי וה-NOPLAT חייבים "לדבר באותה השפה", אחרת רק פגענו ביכולת הניתוח שלנו. עדכון ה-NOPLAT, או ליתר דיוק ה-EBITA (שהוא הבסיס לחישוב ה-NOPLAT), ייעשה באופן הבא:

EBITA מקורי
הוצאות מו"פ מהשנה הנוכחית
(הפחתות בגין נכסי מו"פ ישנים)
<b>Adjusted EBITA</b>

כאשר סך ההפחתה בגין נכסי המו"פ הישנים הינה:

$$R\&D\ Amortization_0 = \frac{1}{n} \cdot \sum_{t=-n}^{-1} R\&D\ Expense_t$$

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות מו"פ

## התאמת ה-NOPLAT

עבור אלביט (2009), הוצאות המו"פ של חברת אלביט בשנים 2004-2008 (במיליוני \$) היו:

2009	2008	2007	2006	2005
217	185	127	93	72

משך החיים של נכס המו"פ של אלביט הוא 4 שנים, ולכן הפחת של נכסי המו"פ הישנים נכון לשנת 2009 יחושב באופן הבא:

$$R\&D\ Amortization = \frac{1}{4} \times (72 + 93 + 127 + 185) = 119$$

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות מו"פ

## התאמת ה-NOPLAT

עבור אלביט (2009), ה-EBITA המתואם יהיה לכן:

305	EBITA מקורי
217	הוצאות מו"פ מהשנה הנוכחית
(119)	(הפחתות בגין נכסי מו"פ ישנים)
<b>403</b>	<b>Adjusted EBITA</b>

האם חבות המס תחושב על סמך ה-EBITA המקורי או זה המתואם? על זה המקורי! זאת מכיוון שעלויות המו"פ מוכרות במלואן על ידי רשויות המס, ולכן ה-EBITA המקורי הוא ה-EBITA ש"הן רואות". להרחבה על כך פנו לפרק 3 בספר הקורס.

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות מו"פ

## התאמת ה-NOPLAT

חישוב ה-NOPLAT של אלביט בשנת 2009:

403	Adjusted EBITA
$(305 * 16.5\%) = 50$	חבות מס במזומן
<b>353</b>	<b>NOPLAT</b>

\* שאלה למתקדמים: האם היוון עלויות המו"פ משפיע על תזרים המזומנים החופשי (FCF)?

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות חכירה

- התקינה החשבונאית מבחינה בין שני סוגים של חכירות, חכירה הונית וחכירה תפעולית.
- כאשר החכירה היא הונית (או מימונית), כללי החשבונאות מורים לחוכר לרשום נכס זה במאזן כנגד התחייבות פיננסית.
- כאשר החכירה היא תפעולית, על החוכר לרשום את הוצאות השכירות השנתיות כהוצאות תפעוליות כך שאין אזכור לחכירה זו במאזן. במה לדעתכם יבחרו מרבית החברות?
- מסקנה: אנו נתייחס אל כל חכירה כאל חכירה הונית.

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות חכירה

אם נניח כי הוצאות החכירה מגלמות בתוכן רכיב הוצאות ריבית  
ורכיב הוצאות פחת, נוכל לומר כי:

$$Lease Expense_t = Lease Loan_{t-1} \times r_d + \frac{Lease Asset_{t-1}}{Asset Life}$$

כאמור, גובה ההלוואה וגובה הנכס זהים, ולכן ניתן לכנס איברים  
ולהגיע לביטוי הבא:

$$Lease Asset_{t-1} = \frac{Lease Expense_t}{\left(r_d + \frac{1}{Asset Life}\right)}$$

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות חכירה

עבור רמי לוי, הוצאות השכירות בשנת 2010 עמדו על 31,373 אלפי ש"ח. היוון עלויות החכירה מביא אותנו לתוספת הבאה לקפיטל (נניח ריבית על החוב בגובה 6.5%):

$$Lease Asset_{2009 End} = \frac{31,373}{\left(0.065 + \frac{1}{20}\right)} = 272,809$$



# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות חכירה

המאזן התפעולי של רמי לוי (סוף 2009),

ואחרי:

לפני:

272,809- 1=131177 41,632	חוב פיננסי נטו	(60,987)	הון חוזר תפעולי
		76,242	נכסים תפעוליים (נטו)
146,432	הון עצמי מתואם	272,809	נכס חכירה

קפיטל = 288,064

		131,177	נכסים פיננסיים נטו
146,432	הון עצמי מתואם	(60,987)	הון חוזר תפעולי
		76,242	נכסים תפעוליים (נטו)

קפיטל = 15,255

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות חכירה

## התאמת ה-NOPLAT

עדכון ה-NOPLAT קצת שונה הפעם, בשל אופיין השונה של עלויות החכירה. כאמור, הוצאות החכירה מורכבות משני רכיבים, פחת וריבית. רכיב הריבית איננו קשור ל-EBITA ולכן נרצה לנטרל אותו כאשר נחשב את ה-EBITA המתואם. לכן אנו נוסיף אותו בחזרה ל-EBITA:

EBITA מקורי
רכיב ריבית בעלויות החכירה
<b>Adjusted EBITA</b>

חבות המס תחושב על ה-EBITA המתואם מאחר והוצאות הריבית לא צריכות להפחית מחבות המס התפעולית של החברה

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות, היוון עלויות חכירה

## התאמת ה-NOPLAT

עבור רמי לוי, רכיב הריבית הגלום בהוצאות השכירות הינו:

$$\text{Interest Portion out of lease expense} = 272,809 \times 6.5\% = 17,733$$

ולכן נתאם את ה-EBITA לשנת 2010 באופן הבא:

115,457	EBITA מקורי
17,733	רכיב ריבית בעלויות החכירה
<b>133,189</b>	<b>Adjusted EBITA</b>

גם הקפיטל וגם הרווח המתואם עלו בעקבות ההתאמה. האם הייתה בכלל תועלת בחישוב שביצענו? במצגת הבאה נגלה את התשובה לכך

# בניית מאזן תפעולי – סוגיות מתקדמות

האם ניתן לסווג הוצאות תפעוליות  
נוספות כהשקעות?

# קריאה לבית



- מדוע הבנה חשבונאית היא דבר חשוב? אורי רונן על מטריקות שונות ומשונות בענף הסלולר

<http://www.buysidemetrics.com/?p=261>

- הכרה בהכנסה – אורי רונן על זינגה

<http://www.buysidemetrics.com/?p=7804>

- מדוע חשוב לקרוא דוחות מנקודת מבט שיפוטית? יורם גביזון על דוחות הקמעונאיות

<http://www.themarker.com/markets/1.1686636>