



החוג לחשבונאות / Dept. of Accounting

תואר ראשון
החוג לחשבונאות

1211.3814 – ניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות

Financial Statement Analysis and Business Valuation

דרישות קדם: דוחות כספיים מאוחדים וסוגיות מיוחדות; יסודות המימון; מבוא לאקונומטריקה*;

*תלמידים שחוגם השני אינו כלכלה מתבקשים לעיין בטבלת ההמרה המופיעה בתכנית הלימודים.

סמטר ב' – תשפ"א

פרטי הקבוצות בקורס

שיעור:

קבוצה	יום בשבוע	שעה	תאריך בחינה	מרצה	דואר אלקטרוני
04	א'	12:00-14:00	כמפורט בלוח בחינות	פרופסור דן עמירם	danamiram@tauex.tau.ac.il
05	א'	00:14:00-16			

הערה: יום השלמה אוניברסיטאי לשיעור יום א' שמתבטלים בעקבות החגים יערך ב 23.3.2021

שעת קבלה מרצה: יום א' 16:00-17:00,

בלשכת דקאן (338) בתאום מראש עם גברת איה וייס באימייל ayaweiss@tauex.tau.ac.il או בטלפון 03-6408230

עוזר הוראה: הילל-לי ביטון, ר"ח, heylellib@mail.tau.ac.il

היקף הלימודים

היקף ההוראה בקורס הוא 3 ש"ס, מזה שיעור פרונטלי – 2 ש"ס והנחיית תלמידים – 1 ש"ס. משקל הסמינר בציון הסופי הוא 4 ש"ס.

ECTS = 4 ש"ס – ECTS (European Credit Transfer and Accumulation System), ערך הניקוד של הקורס

במוסדות להשכלה גבוהה בעולם שהינם חלק מ"תהליך בולוניה".

תיאור הקורס

הקניית ידע תיאורטי ומעשי בניתוח דוחות כספיים והערכת שווי של חברות תוך שימוש במודלים המיושמים בפרקטיקה ותובנות מהמחקר האקדמי בתחום. הקורס יספק לתלמידים כלים לניתוח המצב העסקי של חברות, עריכת תחזיות, הבנת ההשלכות של כללים חשבונאיים על הערכות שווי, הבנת תמריצי הדיווח של מנהלים והשפעתם על הדוחות הכספיים, ויישום מודלים מימוניים להערכת שווי על בסיס מידע חשבונאי.

תפוקות למידה

עם סיום הקורס בהצלחה יוכל הסטודנט:

1. לנתח דוחות כספיים ולהעריך את רווחיות, איכות הרווח המדווח, והמצב העסקי של חברות.
2. לישם מודלים להערכת שווי על בסיס מידע חשבונאי.
3. לאמוד את ההשלכות של כללים חשבונאיים על הערכות שווי.
4. לנתח את השפעת תמריצי הדיווח של מנהלים על הדוחות הכספיים.
5. לאמוד את יכולת החזר החוב של חברות וסיכון של פשיטת רגל מדוחות כספיים.

נושאי הקורס לפי סדר כרונולוגי

1. ניתוח התעשייה שבה פועלת החברה, ניתוח האסטרטגיה והיתרון היחסי שלה החברה, ניתוח SWOT.
2. ניתוח מסורתי באמצעות יחסים פיננסיים.
3. ניתוח מודרני בעזרת יחסים פיננסיים.
4. הפרדת פעילות ריאלית מפעילות פיננסית - נכסים תפעוליים לעומת נכסים פיננסיים.
5. חישוב מחיר ההון וחישוב מחיר החוב.
6. מודלים להערכת שווי חברות: מודל השווי הנכסי הנקי, הערכת שווי על בסיס מכפילים, מודל היוון הדיבידנד, מודל היוון תזרימי המזומנים, מודל היוון הרווחים השוויי, מודל היוון הרווחים השוויי, הערכת שווי בשיטה המקצורת.
7. ביצוע תחזיות לדוחות הכספיים (דוחות פרו-פורמה).
8. שימוש בנתונים כספיים להערכת הסיכוי לפשיטת רגל ולאי עמידה בהתחייבויות.
9. ניהול רווחים, מדידת "איכות" הרווחים של החברה, אפשרויות להטיית הרווח.
10. שיטות ואינדיקטורים למדידת "איכות" הרווח.

הערכת הסטודנט בקורס והרכב הציון

אחוז	מטלה	תאריך בחינה/הגשת עבודה*	גודל קבוצה/ הערות
50%	עבודת גמר	17.06.2021	קבוצות של 4 סטודנטים
50%	מבחן	מועד א' - 24.06.2021 מועד ב' - 16.08.2021	מבחן אישי - אין דף נוסחאות.

* לא מוצע מועד ג' לבחינה. בבחינה יש לקבל ציון 60 ומעלה. אי קבלת ציון 60 ומעלה תחייב רישום מחדש לקורס ועמידה בכל חובות הקורס לרבות כתיבת עבודה חדשה.

פירוט המטלות בקורס

- א. עבודת גמר – התלמידים ידרשו לכתוב עבודה בניתוח דוחות כספיים והערכת שווי חברות. העבודה תבוצע בקבוצות של 4 סטודנטים (קבוצות של 3 סטודנטים יאשרו רק במקרה וכל הסטודנטים האחרים בכיתה כבר משובצים). את העבודה יש להגיש למזכירות החוג לחשבונאות עד ליום חמישי 17 ביוני 2021, בשעה 16:00 ללא יוצא מן הכלל. ראו בהמשך הנחיות מפורטות לביצוע עבודת הגמר. העבודה היא מודולרית וניתן להתחילה החל מהשבוע השני לקורס.
- ב. בחינה סופית בכתב – התלמידים ידרשו לעמוד בבחינה אישית בכתב שתיערך בתום הסמסטר. במסגרת הבחינה התלמידים ידרשו להוכיח בקיאות בחומר שנלמד בכתה במהלך הקורס. **בדומה לשנים קודמות, הבחינה תהיה ללא דף נוסחאות.**

מדיניות שמירה על טווח ציונים

הציון יקבע בהתאם למדיניות שמירה על טווח ציונים כפי שמפורט באתר החוג לחשבונאות.

הערכת הקורס ע"י הסטודנטים

בסיומו של הקורס הסטודנטים ישתתפו בסקר הוראה על מנת להסיק מסקנות לטובת צרכי הסטודנטים והאוניברסיטה.

אתר הקורס

אתר הקורס יהווה המקום המרכזי בו ימסרו הודעות לסטודנטים, ומומלץ להתעדכן בו מדי שבוע, לפני השיעור, ובכלל, גם בתום הסמסטר. שקפי הקורס יהיו באתר הקורס. לתשומת לבכם, בכיתה ידונו גם נושאים ודוגמאות שאינם מופיעים בשקפים או מופיעים בכותרת בלבד, וכל אלו הינם חלק בלתי נפרד מחומר הקורס.

ספר הקורס

- Penman, S.H., Financial Statement Analysis and Security Valuation (5th edition), McGraw Hill

ניתן להשתמש בספר לצורך השלמות, העשרה, וכתיבת עבודת הגמר. המצגות וחומר הלימוד הנמצא באתר הקורס מהווים מקור עיקרי לחומר הלימוד בקורס.

הנחיות לכתיבת עבודת הגמר

להלן הנחיות לכתיבת עבודת הגמר לקורס בניתוח דוחות כספיים. יש לקרוא בעיון את כל ההנחיות. העבודה היא מודולרית, כלומר ניתן להתקדם בעבודה עם התקדמות הקורס. לדוגמא, ניתן להשלים את שלבים 1-3 לאחר השבועיים הראשונים לקורס, את שלבים 4-6 לקראת אמצע הקורס. מומלץ להתקדם בעבודה עם התקדמות הקורס ולא לדחות את העבודה לשבוע האחרון.

העבודה תבצע בקבוצות של ארבעה תלמידים. לכן, אין כל סיבה נראית לעין לדחיית מועד ההגשה. למען הסר ספק! יש להגיש את העבודה עד ליום חמישי 17 ביוני, 2021. במידה ולא סיימתם את העבודה הגישו את מה שכבר הספקתם להכין. בכל שנה ישנם תלמידים המבקשים סמוך למועד ההגשה הערכת זמן מעבר למועד הנקוב. התשובה היא בדרך כלל – "הגישו את מה שהספקתם." אני ממליץ לחלק את העבודה בין חברי הקבוצה ולקיים מפגשים כדי לקדם את העבודה ולהגישה במועד שנקבע.

1. יש לבחור שתי חברות ציבוריות (חברה אחת כחברה המנותחת העיקרית וחברה נוספת בענף זהה או דומה לצרכי השוואה) שמניותיהן נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב או בבורסה לניירות ערך בניו יורק. אין לבחור חברות בענף הבנקאות, הפיננסים, או הביטוח. כדאי להתמקד בחברות תעשייתיות. יש לקבל את אישור המרצה לחברות שנבחרו (ניתן לעשות זאת באמצעות אימייל הכולל את שמות חברי הקבוצה ואת שמות החברות שנבחרו). לא ניתן לבחור חברות ששימשו כדוגמא מרכזית בכיתה (רמי לוי). למרצה זכות להטיל וטו על בחירת החברות. לא תיעשה עבודה על אותה חברה בידי שתי קבוצות שונות. בהתאם, בחירת החברה תהיה במתכונת של "כל הקודם זוכה".

2. יש להשיג את הדוחות הכספיים של החברות לשלוש השנים האחרונות (אתר הבורסה או מאיה לחברות ישראליות ו-EDGAR לחברות אמריקאיות). יש להשיג גם נתונים על מחירי המניות של החברות בשלוש השנים האחרונות. בעזרת האינטרנט (לדוגמא, Yahoo/Finance) יש להשיג דוחות של אנליסטים על החברות שנבחרו ו/או על הענף שבו הן פועלות (במידה ויש – לא חובה). עבודה שלא תשתמש בנתונים עדכניים, לא תקבל. שימו לב כי ככל שהתבססתם על מקור של אנליסטיים ו/או גורמים כלכליים (כמו עיתונות כלכלית) ו/או חיצוניים אחרים (כמו מאמרים אקדמיים) שניתחו את החברה, עליכם לציין זאת בעבודה ולהפנות כמקובל. דגש זה רלוונטי לכל העבודה.

הערת הפשטה: לאורך כל העבודה הניחו שזכויות המיעוט ברווח והפסד הנן חלק מהרווח הנקי לבעלי המניות הרגילות (לצורך העניין הטיפול בחשבון זה, זהה לטיפול בחשבון הרווח הנקי השייך לבעלי מניות רגילות) וזכויות המיעוט במאזן הנן חלק מההון העצמי ששייך לבעלי המניות הרגילות של החברה (לצורך העניין הטיפול בחשבון זה, זהה לטיפול בחשבון הון המניות הרגילות במאזן).

3. הציגו סיכום קצר של שתי החברות. מתי נוסדו? מיהם בעלי השליטה? במה החברות עוסקות? מה המוצרים העיקריים שלהם? מהם מגזרי הפעילות? מה היתרונות היחסיים של כל חברה לעומת המתחרים? בצעו ניתוח פורטר של כל חברה. בצעו ניתוח SWOT של כל חברה. האם יש להן לקוחות עיקריים? ספקים עיקריים? היכן הן ניסחרות? האם יש להן אגרות חוב סחירות? הציגו טבלה הכוללת נתונים חשובים עיקריים לשלוש השנים האחרונות (לדוגמא, מכירות, רווח נקי, הון עצמי, סך נכסים, מספר עובדים וכו'). השוו בקצרה את שתי החברות.

שימו לב כי פרק הסיכום הקצר (סעיף 3 לעיל) לא יעלה על 8 עמודים סך הכול. הימנעו מלהדביק חלקים שלמים מדוחות החברות; מידע רב ועמוס מדי עלול להיות פעמים רבות לא רלוונטי. חשבו האם וכיצד כל מלל שאתם מוסיפים לגוף העבודה תורם להבנת הרעיון המרכזי שלה ולפרקים שיבואו לאחר מכן (הערה זו נכונה לכלל העבודה).

4. ניתוח "איכות הרווח" - לכל אחת מהחברות בצעו את הניתוח הבא על מנת להעריך את אמינות הדוחות הכספיים. מהן המסקנות העולות מניתוח זה? כאמור, בעת תיאור המסקנות נסו לנתח כיצד הן עולות, או לא עולות, בקנה אחד עם המידע התיאורי שפירטתם בסעיפים לעיל. השוו בקצרה את שתי החברות.

- (א) האם דוח המבקר כולל הפניות, הסתייגויות או רמזים אחרים לבעיות חשובות?
- (ב) השיגו מידע על מגבלות פיננסיות (Debt Covenants). האם החברות קרובות למגבלות אלה? האם אחת החברות מפרה מגבלות פיננסיות?
- (ג) יש לבחון את הצבירות החשובות הבאות על פני שלוש השנים: פחת והפחתות, היוון עלויות תוכנה, הפרשה לחובות מסופקים, הפרשות לתלויות, הפרשות לירידת ערך, שערך נכסים.
- (ד) יש לבחון את התנהגות עלויות מחקר ופיתוח על פני זמן.
- (ה) האם בוצעו שינויים באומדנים או שיטות חשבונאיות?

- (1) לכל חברה לשלוש השנים חשבו את האינדיקטורים של לב-טיאגאראג'אן (1993) ובנייש (1999). ייתכן ולא ניתן לחשב את כל האינדיקטורים. נסו לחשב כמה שיותר.
- (2) חשבו את FSD סקור של עמירם, בזוניץ' ורואן (2015) על פי כל המספרים בדוח רווח והפסד, מאזן ותזרים מזומנים. הציגו על גרף את ההתפלגות של כל ספרה ראשונה לכל חברה ולפי בנפורד.

הערה: את סעיף זה (סעיף 4 כולו) ניתן לבצע רק לקראת סוף הסמינר.

5. ממשל תאגידי - לכל חברה השיגו מידע על חברי הדירקטוריון והנהלה המרכזיים. נסו לנתח האם לחברי הדירקטוריון והנהלה יכולת לקבל החלטות עצמאיות. ניתוח זה הוא איכותי ותיאורי בעיקרו. השוו בקצרה את שתי החברות.

6. ניתוח יחסים פיננסיים "מסורתי"

(א) הציגו דוחות Common Size לשתי החברות לשלוש השנים. מה ניתן ללמוד מניתוח זה? השוו בקצרה את שתי החברות.

(ב) הציגו דוחות ניתוח עיתי (Trend Analysis) לשתי החברות לשנתיים האחרונות. מה ניתן ללמוד מניתוח זה? השוו בקצרה את שתי החברות.

(ג) ניתוח רווחיות - לכל חברה לשלוש השנים, חשבו את התשואה על ההון העצמי של שתי החברות (ROE). חשבו את שיעור הרווח הנקי מהמכירות, מחזור הנכסים ושיעור המינוף. פרקו את התשואה על ההון למרכיבים לפי הנוסחה $ROE = NPM \times ATO \times LEV$. הסבירו את התוצאות שהתקבלו. השוו בקצרה את שתי החברות בהתאם ליחסים הפיננסיים שחישבתם.

(ד) ניתוח יעילות - לכל חברה לשלוש השנים, חשבו את מחזור החייבים, מחזור המלאי, מחזור הספקים, ימי חייבים, ימי מלאי, ימי ספקים, מחזור המזומן. השוו בקצרה את שתי החברות בהתאם ליחסים הפיננסיים שחישבתם.

(ה) ניתוח נזילות ומבנה הון - לכל חברה לשלוש השנים, חשבו מספר יחסי נזילות (יחס שוטף, יחס מהיר, כיסוי מזומן) ומספר יחסי מבנה הון (חוב חלקי הון עצמי, חוב לסך נכסים). השוו בקצרה את שתי החברות בהתאם ליחסים הפיננסיים שחישבתם.

7. ניתוח יחסים פיננסיים "מודרני"

(א) הציגו מאזנים ודוחות רווח והפסד לכל חברה לשלוש השנים תוך הפרדה בין פעילות תפעולית ופעילות פיננסית ובין פעילות ליבה (CORE) ללא ליבה (Non Core). חשבו את הנכסים התפעוליים נטו (NOA) ואת התשואה על הנכסים התפעוליים נטו (RNOA).

(ב) חשבו את שיעור המס האפקטיבי לכל חברה לשלוש השנים. הסבירו בקצרה מדוע המס האפקטיבי שונה משיעור מס החברות הסטטוטורי.

(ג) לכל חברה לשלוש השנים, חשבו את כל המרכיבים בנוסחאות הבאות. וודאו שאכן מתקיים השוויון.

$$ROCE = \left[\frac{NOA}{CSE} \times RNOA \right] - \left[\frac{NFO}{CSE} \times NBC \right]$$

$$RNOA_t = OI_t / Sales_t \times Sales_t / NOA_{t-1} = PM_t \times ATO_t$$

האם החברות מייצרות תשואה גבוהה יותר על ההון העצמי עקב מינוף? השתמשו בנוסחה:

$$ROCE = RNOA + [FLEV \times SPREAD]$$

השוו בין החברות והציגו את דעתכם בכתב.

8. חישוב הסיכוי לפשיטת רגל – לכל חברה בכל אחת משלוש השנים יש לאמוד בעזרת המודל של אלטמן האם החברות נמצאות בסיכון ממשי לפשיטת רגל. השוו בין החברות.
9. לחברה המנותחת בלבד, בעזרת נתונים פנימיים וחיצוניים חשבו את מחיר ההון העצמי של החברה ($r_E r_E$), מחיר החוב של החברה ($r_D r_D$), ומחיר ההון המשוקלל (Wacc). ניתן להשתמש במקורות מידע חיצוניים. במידה ואין ברשותכם מידע על שווי שוק של החוב, השתמשו בשווי החוב בספרים.
10. לחברה המנותחת בלבד בצעו הערכת שווי בעזרת מודל היוון תזרימי המזומן החופשי:
- הציגו את סט ההנחות המלא שישמשו בתחזיות ובהערכת השווי – לדוגמא: שיעור צמיחת המכירות, שיעור הרווח הגולמי, שיעור המס האפקטיבי, וכו...
 - ההנחות שתניחו ישפיעות רבות על שווי החברה. הקדישו זמן ומחשבה לביסוס אותן הנחות.
 - השתמשו באופק תחזית בן חמש שנים. הציגו הנחה סבירה ביחס להתנהגות החברה לאחר אופק התחזית.
 - הציגו מאזנים ודוחות רווח והפסד חזויים לחמש שנים קדימה. חשבו את המזומן הפנוי לכל אחת מחמשת השנים.
 - בעזרת מודל ה DCF חשבו את שווי הפעילות הכולל, ואת שווי ההון העצמי. חשבו את השווי למניה. השוו למחיר המניה בשוק. התייחסו להבדלים בין התוצאה שקיבלתם לבין שווי השוק.
 - בצעו ניתוח רגישות (למחיר ההון ושיעור הצמיחה בלבד).
11. חזרו על הערכת השווי בעזרת מודל הרווחים השיוריים. חשבו את שווי ההון העצמי. השוו את התוצאות לסעיף הקודם. נסו להסביר ממה נובעים ההבדלים בתוצאות שקיבלתם.
12. חזרו על הערכת השווי בעזרת מודל הרווחים השיוריים התפעוליים. חשבו את שווי ההון העצמי. השוו את התוצאות לסעיף הקודם. נסו להסביר ממה נובעים ההבדלים בתוצאות שקיבלתם.
13. חשב את שיעור הרווח התפעולי המלא (לא רק מפעילות ליבה) (PM) ואת מחזור הנכסים התפעולים (ATO) לשנת האחרונה שהסתיימה כאשר לצורך חישוב ה ATO השתמש בנכסים התפעולים נטו (NOA) לסוף התקופה. הנח ש PM ו ATO שחישבת הינם קבועים מעתה והילך. חשב את הרווח התפעולי השיורי המלא החזוי לשלוש שנים (אופק תחזית של 3 שנים). הערך את שווי החברה לפי מודל הרווח התפעולי השיורי בשיטה מקוצרת זו. השוו את התוצאות לסעיף הקודם.
14. בצעו הערכת שווי בעזרת מכפילים לחברה המנותחת (מכפיל רווח, מכפיל הון, מכפיל מכירות). השתמשו במכפילי חברת ההשוואה כמדד למכפיל נורמלי בענף. השוו את התוצאה לאלה שקיבלתם לעיל. נסו להסביר ממה נובעים ההפרשים.
15. ערכו סיכום של העבודה. בסיכום זה נסו "לאסוף" את כל חלקי העבודה על מנת לנתח את התוצאות בכללותן. שימו לב כי כל הפרקים צריכים להתכתב זה עם זה – ההערכה המרכזית של העבודה מתבססת על רמת הטיעון והניתוח האנליטי של החברי הקבוצה, ולא על הצגת הנתונים וחישוב הנוסחאות השונות גרידא. המטרה היא להכין את הקרקע בעבודה להערכת השווי שמופיעה בסופה. דמיינו שאתם צריכים להגיש הערכת שווי כלכלית ללקוח ועליכם לבדוק את החברות באופן ביקורתי. דגש זה רלוונטי לכל פרק שאתם ניגשים לכתוב בעבודה.
16. **הגשת העבודה:** יש להגיש את עבודת הגמר בשני העתקים כשהם כרוכים בצורה מסודרת (בדומה לעבודה סמינריונית). יש לציין בראש העבודה את שמות התלמידים שהשתתפו בכתיבת העבודה. **ינתן משקל בציון לצורה, לסדר ולארגון העבודה. ינתן משקל שלילי למידע מיותר ולא רלבנטי לצרכי ניתוח והערכת שווי שכלול בעבודה.** ינתן משקל רב לגליונות אקסל מסודרים ומוסברים שמושכים נתונים מתאים וגליונות אחרים ולא משתמשים בערכים "שתולים". העבודה הכרוכה תכלול את הטקסט ואת הטבלאות העיקריות. בנוסף, יש להגיש את גליונות האקסל ששימשו לכתיבת העבודה (יש להגיש את גליונות האקסל על USB בצמוד לעבודה או לחלופין, לפתוח תיקית דרופבוקס ולשלוח את הקישור למרצה ולקבל אישור שהגליון התקבל עד המועד האחרון להגשת העבודה).

אתיקה מקצועית: על הקבוצה להגיש עבודה מקורית שבוצעה על ידם ורק על ידם. הפרת ההוראה הזאת תגרור מיידית ציון נכשל בקורס, ופניה בכתב לוועדת המשמעת של הפקולטה לניהול ולמועצת רואי חשבון.