

חדלות פירעון - המדריך לזיהוי מוקדם

רו"ח מיקי בלומנטל, שותף מנהל
פאהן קנה ושות'

25 ביוני 2019



מהי חדלות פירעון

- "חדלות פירעון היא מצב שבו חייב אינו יכול לשלם את חובותיו במועד, בין אם מועד פירעונם הגיע ובין אם לאו, או שהתחייבויות החייב, לרבות עתידיות ומותנות, עולות על שווי נכסיו" (מתוך חוק חדלות הפירעון החדש)
- שני מבחנים עיקריים לבחינת חדלות פירעון:



המבחן המאזני

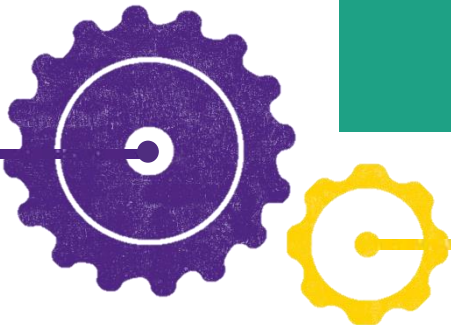
בודק את מצבו הכלכלי של החייב תוך בחינת סך שווי נכסיו של החייב אל מול סך שווי התחייבויותיו

או



המבחן התזרימי

האם מסוגלת החברה לקיים את התחייבויותיה בהגיע מועד קיומן



סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

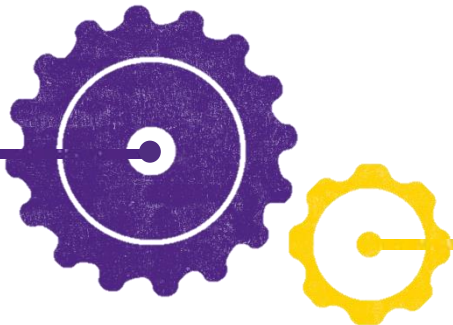
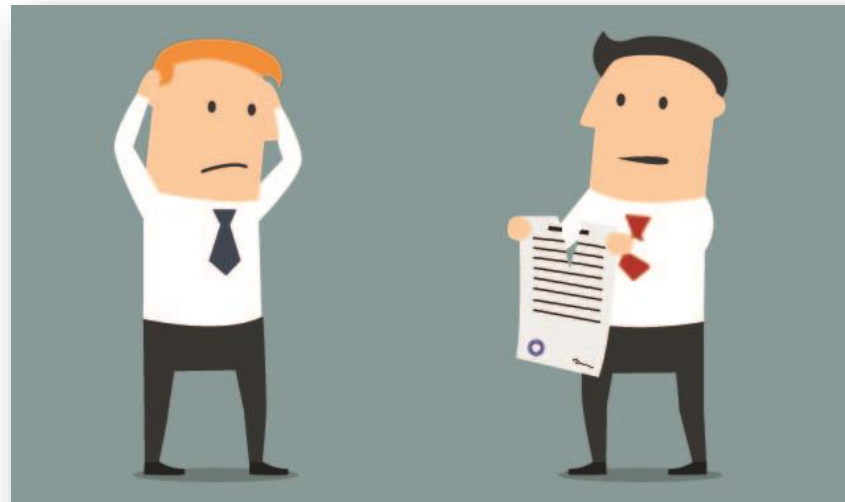
עובדים

רכוש קבוע

רווחיות
ותחזיות

הון חוזר

בנקים
ומימון



סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

זיהוי מאוחר

אין יכולת להגדיל את מסגרת האשראי

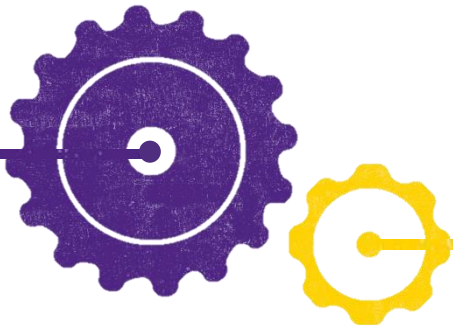
זיהוי בטווח בינוני

הפרת קובננטים

זיהוי מוקדם

פניה למקורות מימון אלטרנטיביים

בנקים ומימון



סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

זיהוי מאוחר

ספקים עובדים
במזומן

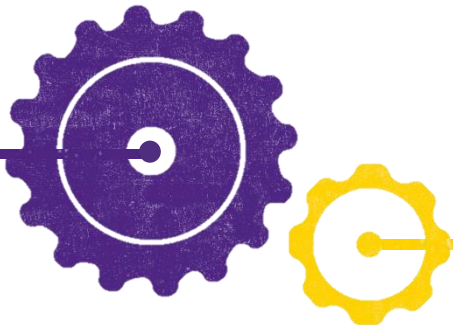
זיהוי בטווח
בינוני

גידול במקדמות
מלקוחות;
לקוחות לא
משלמים בזמן

זיהוי מוקדם

דחיית תשלומים
לספקים;
צמצום רכישות
מלאי;
ניסיונות לגבייה
מואצת מלקוחות

הון חוזר



סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

זיהוי מאוחר

הפסדים
מתמשכים
ותזרים שלילי

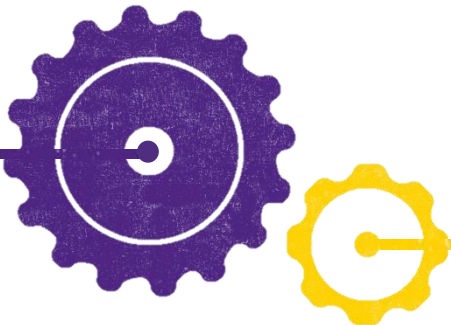
זיהוי בטווח
בינוני

שחיקה ברווחיות
ובתזרים

זיהוי מוקדם

אי עמידה
בתחזיות,
תקציבים
ותזרימים;
הצגת תחזיות
חריגות

רווחיות
ותחזיות



סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

זיהוי מאוחר

מימוש רכוש
והשקעות

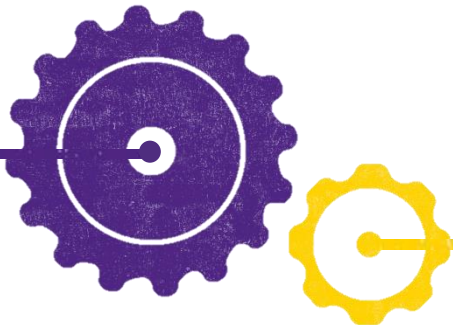
זיהוי בטווח
בינוני

ביצוע עסקאות
Sale and
lease-back

זיהוי מוקדם

צמצום השקעות
ברכוש קבוע

רכוש קבוע



סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

זיהוי מאוחר

אובדן עובדי
מפתח

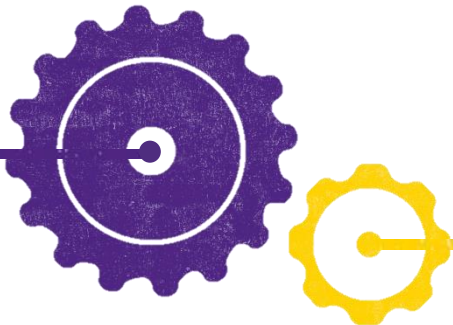
זיהוי בטווח
בינוני

קיצוץ בעובדי
מפתח

זיהוי מוקדם

אי תשלום
הפרשות
סוציאליות בזמן

עובדים

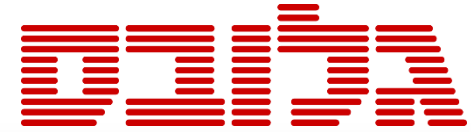


סימני אזהרה מהדוחות הכספיים (יחסים פיננסיים)

פחות מ- 1	יחס בין הרכוש השוטף להתחייבויות השוטפות	יחס שוטף
עלייה ביחס החוב ל- EBITDA	יחס בין חוב פיננסי נטו ל- EBITDA	יחס חוב ל- EBITDA
גידול בשיעור המינוף	יחס שבין ההתחייבויות הפיננסיות לשווי הפעילות $D/(D+E)$	שיעור מינוף כלכלי
ירידה מתמשכת/הון עצמי שלילי	סך ההון העצמי (ללא ז. מיעוט) לסך מאזן	הון עצמי חשבונאי למאזן
שחיקה מתמשכת / רווחיות שלילית	רווח תפעולי מייצג מחולק בהכנסות	% רווחיות תפעולית
תלוי בנסיבות המקרה	ימי לקוחות, ימי מלאי, ימי ספקים - יתרה חשבונאית (ללא מע"מ) מחולקת בהכנסות/עלות המכר ומוכפל ב- 365	יחסי הון חוזר תפעולי

הרעה ביחסים הפיננסיים אינה מצביעה בהכרח על חדלות פירעון, אלא מהווה סימן אזהרה חשוב שיש לבחון אותו בעזרת כלים ומבחנים ניתוחיים נוספים.

ענקית הקמעונאות Sears פשטה את הרגל



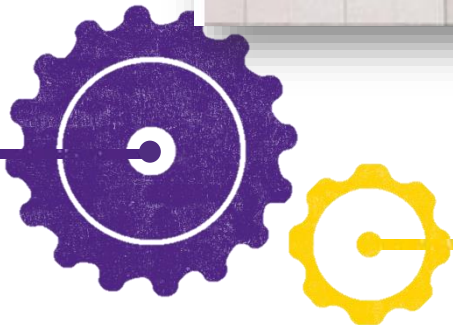
sears®

סופה של אימפריית הקמעונאות האמריקאית: רשת סירס הגישה בקשה לפשיטת רגל

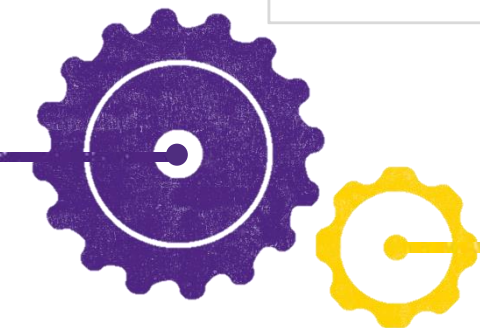
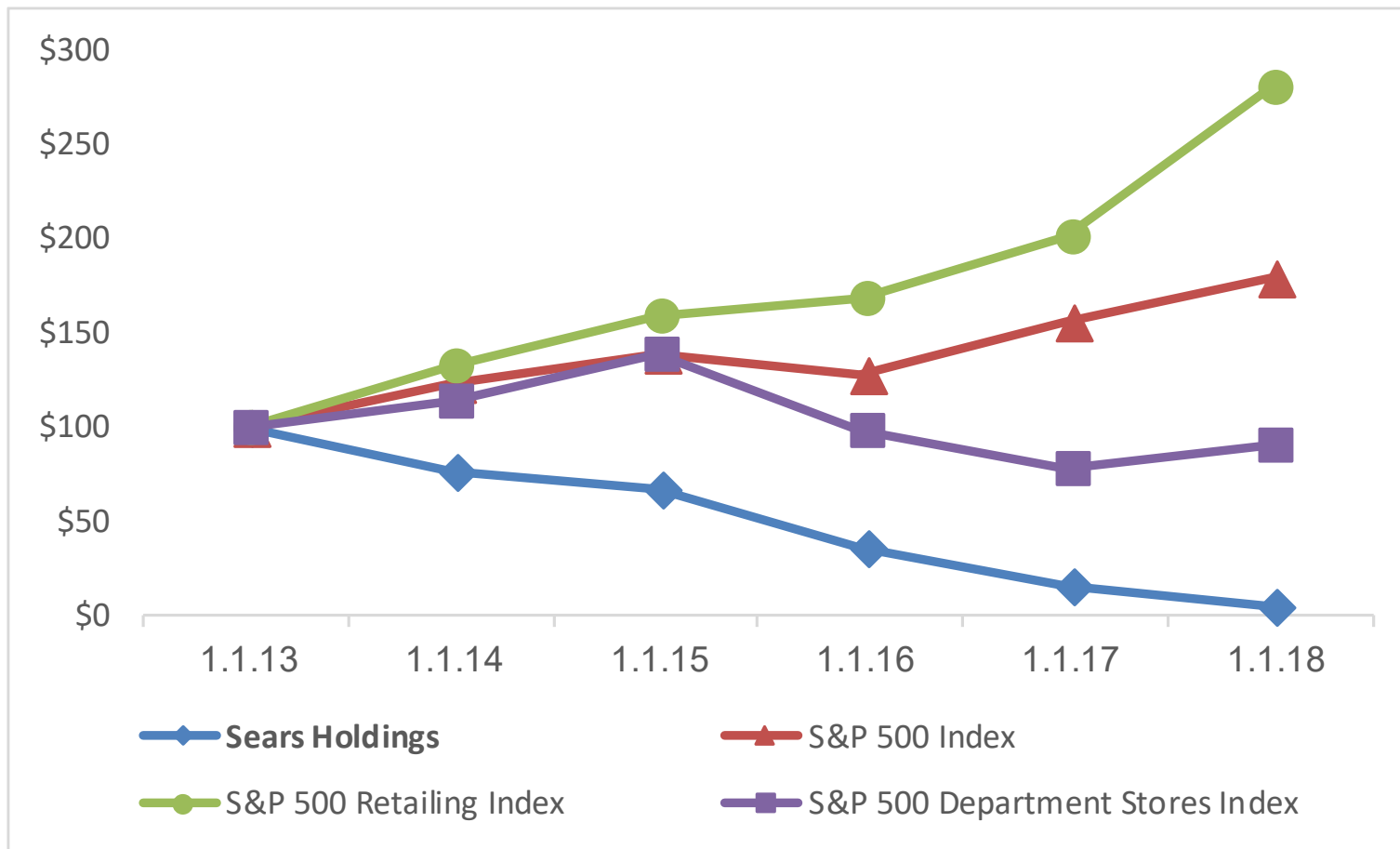
סירס הגיעה להסכם עם נושיה, שיאפשר לחברה בת ה-125 לשמור על מאות חנויות פתוחות לעת עתה • במסגרת העסקה צפויה הרשת לסגור לפחות 150 חנויות באופן מיידי • פשיטת הרגל הגיעה לפני שסירס הייתה אמורה להחזיר הלוואה בסך 134 מיליון דולר מאוחר יותר היום

🗨️ 🖨️ -א +א

08:27, 15/10/2018 וול סטריט ג'ורנל



התנהגות מניית Sears



ניתוח יחסים פיננסיים של Sears

2018	2017	2016	2015	2014	2013	
0.78	1.07	1.11	1.05	1.09	1.10	יחס שוטף
94%	83%	60%	51%	46%	33%	שיעור מינוף כלכלי $D/(D+E)$
-51%	-41%	-17%	-7%	10%	14%	הון עצמי למאזן
-3%	-9%	-4%	-5%	-3%	-2%	% רווחיות תפעולית
9	7	6	6	6	6	ימי לקוחות
95	95	95	91	97	101	ימי מלאי
25	29	30	34	36	37	ימי ספקים
0.99	1.13	2.04	2.32	2.37	2.63	מדד אלטמן

- יחס שוטף נמוך מ- 1
- עלייה מתמדת בשיעור המינוף
- הפסדים תפעוליים מתמשכים
- קיטון בימי הספקים – ירידה בכח מיקוח
- מדד אלטמן יורד אל מתחת ל- 1.8 (סיכויי הישרדות לא טובים)

ניתוח דוח תזרים מזומנים



רווח נקי

+/-

התאמות לסעיפי רווח והפסד

=

תזרים פרמננטי

+/-

שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות

=

תזרים מזומנים מפעילות שוטפת

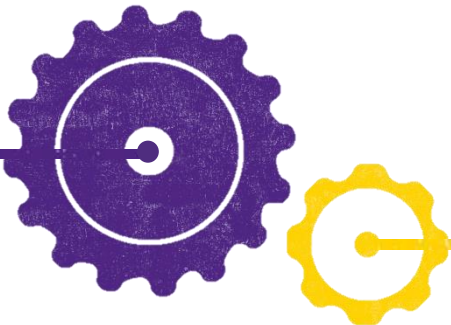
-

השקעה ברכוש קבוע

=

תזרים מזומנים חופשי (FCF)

**תזרים
מזומנים
חופשי
(Free)
Cash Flow
(- FCF
מהווה כלי
חשוב ויעיל
לזיהוי חדלות
פירעון.**



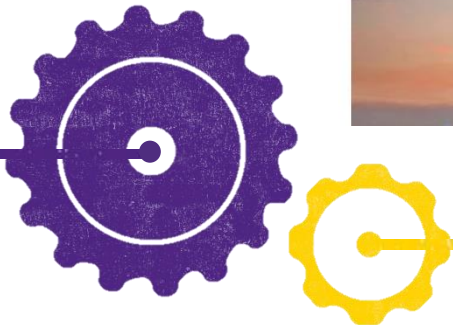
TheMarker

אורתם סהר קורסת - אלפי רוכשי דירות לא יודעים אם יקבלו את המפתחות

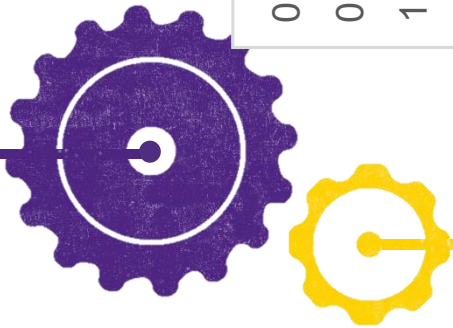
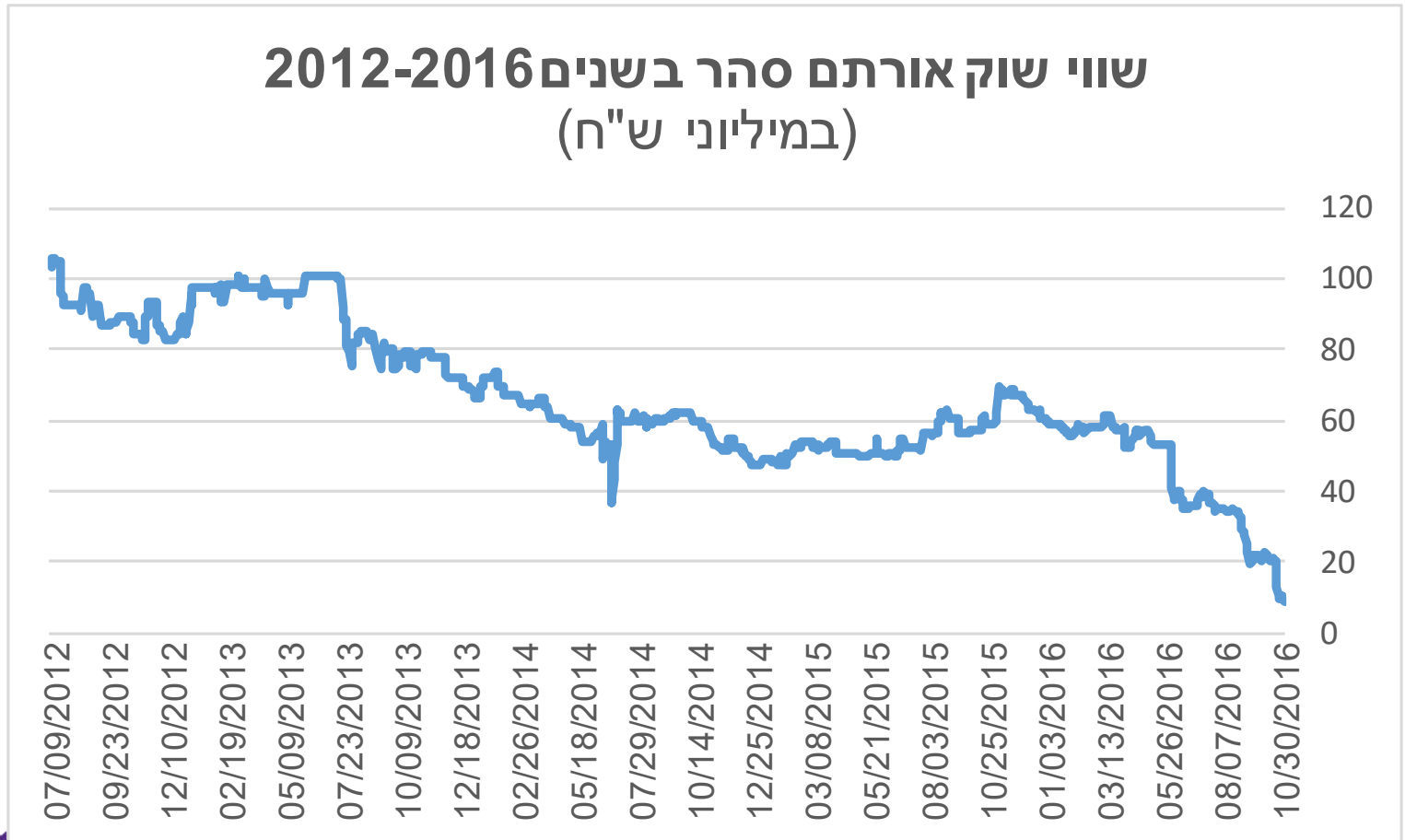
חובות החברה, כולל ערבויות, מסתכמים בכמיליארד שקל, והיא מעורבת בבנייתן של יותר מ-5,000 יחידות דיור ■ ביהמ"ש אסר בינתיים על ביצוע שינוי כלשהו בנכסי החברה, והדין בבקשת ההקפאה נדחה לשבוע הבא

שמור 137

אורי תומר, רח סמולסקי |
עודכן ב: 17:20 | 07:15 20.10.2016



שווי שוק מניית אורתם סהר



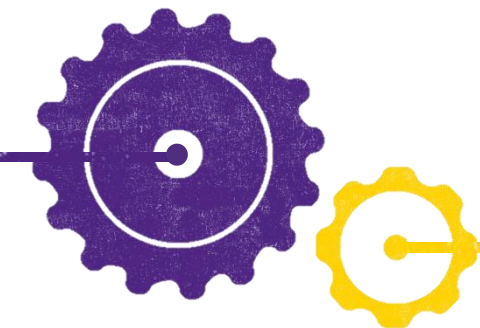
ניתוח דוח תזרים של אורתם סהר

H1/2016	2015	2014	2013	2012	באלפי ש"ח
(6,838)	(15,395)	681	(2,804)	4,339	רווח נקי
(24,639)	(7,424)	5,310	(20,040)	4,165	התאמות לסעיפי רווח והפסד
6,071	(160,533)	(33,476)	20,703	17,433	שינויים בסעיפי נכסים והתחייבויות
(25,406)	(183,352)	(27,485)	(2,141)	25,937	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
(192)	(2,287)	(15,718)	(12,437)	(9,143)	השקעה ברכוש קבוע
(25,598)	(185,639)	(43,203)	(14,578)	16,794	תזרים מזומנים חופשי (FCF)

- פער גדול בין תזרים לרווח
- תזרים מזומנים חופשי שלילי של כ- (15) מיליון ש"ח בשנת 2014 מעלה תמרור אזהרה.
- בשנת 2015 תזרים מזומנים חופשי שלילי הגיע להיקפים אסטרונומיים של כ- **(186 מיליון ש"ח)**.
- הבקשה להקפאת הליכים הוגשה רק באוקטובר 2016, אחרי פרסום הדוחות ל- H1/2016.



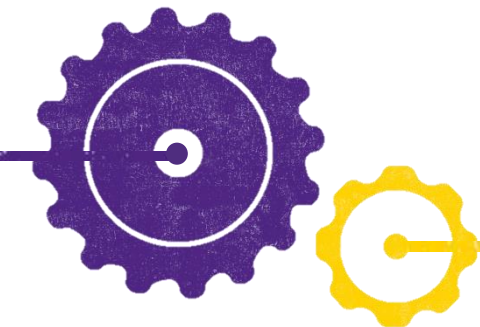
כלים נוספים לזיהוי חדלות פירעון



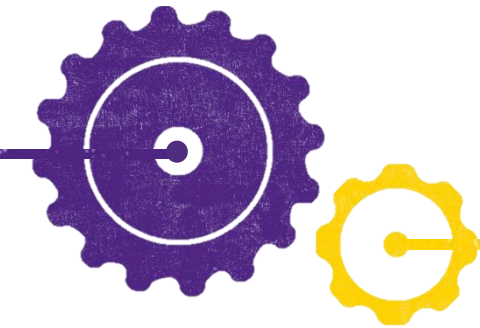
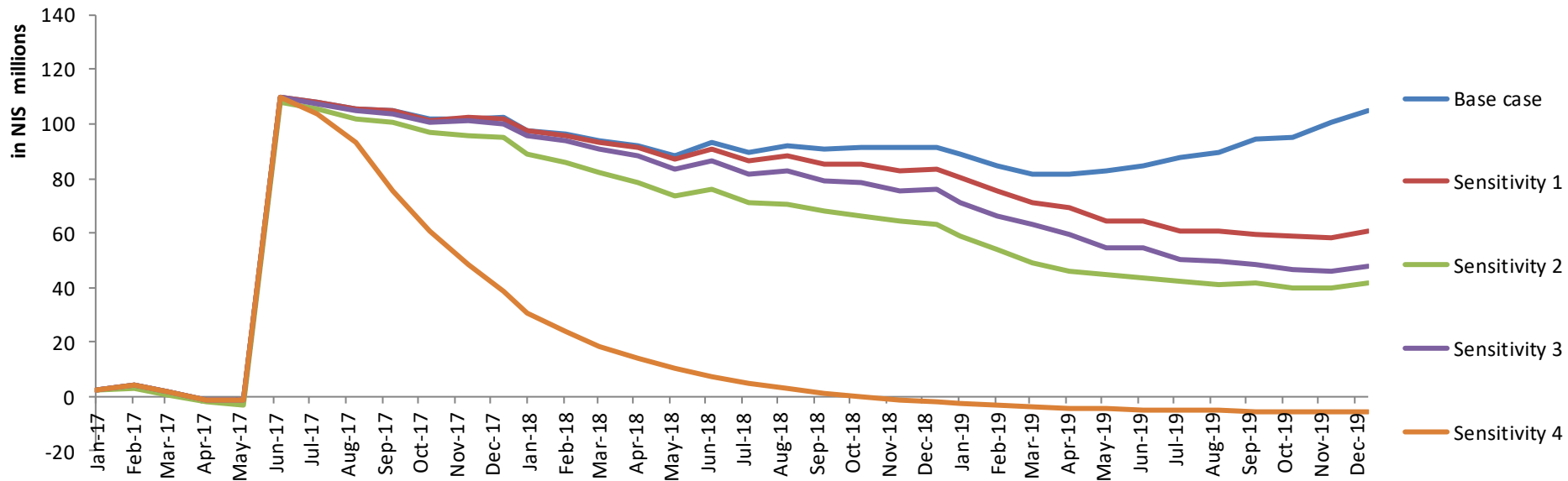
עריכת Working Capital Report

- ביצוע סדרה של **בדיקות פרטניות עם דגש לצרכי ההון החוזר** לצורך בניית תחזית תזרימי המזומנים של החברה:
 - בחינת תנאי האשראי הצפויים מול **לקוחות** עיקריים.
 - בחינת תמהיל מוצרים הצפוי לצורך בניית תחזית ימי **מלאי**.
 - בחינת תנאי האשראי מול **ספקים** עיקריים.
 - בחינת מועדי התשלום הצפויים של **מסים, תשלומי עובדים** וכו'.
- בניית **תחזית תזרימי מזומנים** בסיסית לתקופה של כשנתיים.
- הרצת סדרה של **ניתוחי רגישות** לבחינת צרכי המזומנים בתרחישים השונים.

If you don't want to go to court – do the **Working Capital Report**



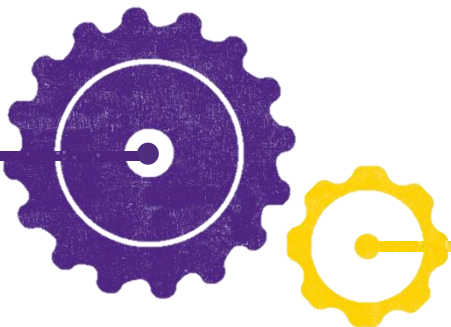
WC Report - תזרים תחת תרחישים שונים



דירוג סינטטי

המשמעות של דירוג האשראי הינה ההסתברות לחדלות פירעון. ככל שדירוג האשראי גבוה יותר, כך ההסתברות לחדלות פירעון נמוכה יותר.

- בהיעדר נתוני שוק זמינים (תשואת אג"ח, דירוג אשראי) ניתן לבצע **דירוג אשראי סינטטי**.
- שימוש במערכת **Bloomberg** לעריכת מודל המספק **ציון אשראי סינטטי**, לחברה ציבורית או פרטית.
- המודל מסתמך על מספר **יחסים פיננסיים** של החברה.
- ניתן **להמיר** את דירוג האשראי הסינטטי לסולם של חברות הדירוג.
- עפ"י תוצאת הדירוג אומדים את **ההסתברות לחדלות פירעון**.



הסתברות לחדלות פירעון עפ"י דירוג

Percentage of total defaults per time frame (%)

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC/C
One year	0.0	0.0	0.3	1.7	4.6	26.1	63.8
Three years	0.0	0.1	0.7	2.4	7.5	33.6	50.4
Five years	0.0	0.1	0.9	2.9	9.0	35.6	45.4
Seven years	0.0	0.2	1.0	3.5	10.1	36.1	42.7

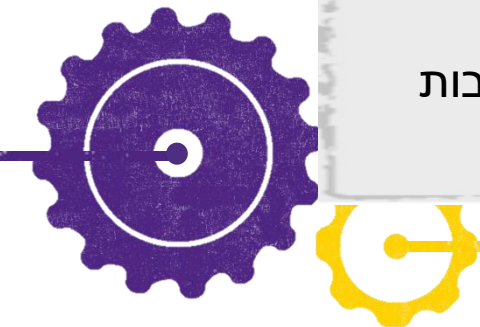


Investment Grade
קבוצת דירוג בעלי סיכון נמוך לחדלות פירעון



High-yield
קבוצת דירוג בעלי סיכון גבוה לחדלות פירעון

- הסתברות לחדלות פירעון ברמת דירוג **Investment Grade** ב- 5 השנים הקרובות הינה כ- **0%-3%**.
- הסתברות לחדלות פירעון ברמת דירוג **High-yield** ב- 5 השנים הקרובות הינה כ- **9%-45%**.



דירוג סינטטי של מטומי

TheMarker

מטומי קורסת: האם החברה שהיתה שווה 350 מיליון דולר בדרך לפשיטת רגל?

האג"ח של חברת הפרסום הדיגיטלי צנחו ב-30% ■ אילן שילוח, בעל המניות השני בגודלו בחברה, מכר בהנפקה מניות ב-100 מיליון שקל ■ קרן ברוש נפגעה לאחר שרכשה מניות לפי שווי גבוה בהרבה ■ בעלי האג"ח הגדולים: מיטב דש, רוטשילד והראל

שמור 30 4

שלי אפלברג | התראות במייל

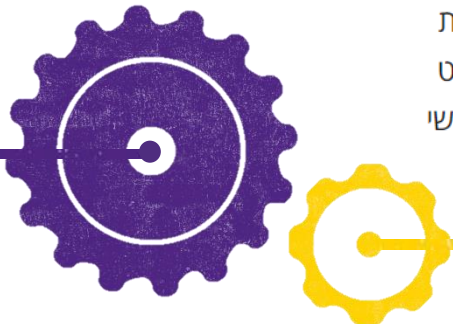
11:17 26.11.2018 | עודכן ב: 14:39 29.11.2018

ניירות הערך של חברת הפרסום הדיגיטלי מטומי (+3.83% 24.4) קרסו אתמול (א') בבורסה, ונראה שאפשרות של פשיטת רגל היא איום ממשי המרחף מעל החברה. המניה נחתכה אתמול ב-44%, ואיגרת החוב נפלה למחיר של 52.3 אנורות, המשקף לה תשואת זבל של כ-41%. התשואה מבטאת מחיקה של כמעט 50% מהחוב, המסתכם ב-103 מיליון שקל. את החוב גייסה מטומי רק בתחילת פברואר. מטומי הנפיקה בבורסה ב-2014 לפי שווי 350 מיליון דולר והיא שווה כיום 35 מיליון שקל בלבד.

הפאניקה במסחר התרחשה לאחר שהחברה הודיעה ביום שישי בערב כי בכוונתה לפתוח בהליך הידרות, שמשמעותו היא שהחברה עשויה להזדקק להסדר חוב. בהודעה ניסתה מטומי להציג חזות של חברה שלא על סף חדלות פירעון. מטומי ציינה כי החלה לנהל דיונים גם עם בעלי מניות המיעוט בחברה הבת (90%) Team Internet. בהודעה נכללו התוצאות שתציג החברה בגין הרבעון השלישי



קריאת זן



דירוג סינטטי של מטומי

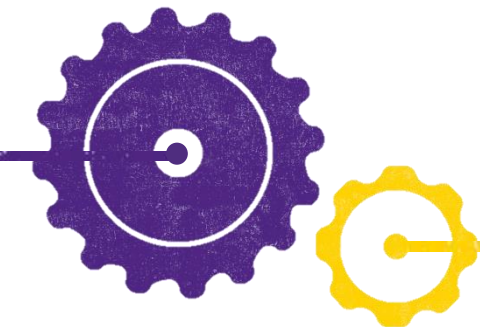
Q4/18	Q3/18	Q2/18	Q1/18	H2/17	H1/17	H2/16	H1/16	במיליוני דולר
89	111	143	150	208	282	304	249	מכירות (במוניחים שנתיים)
-16	-94	-47	-29	-16	-13	-6	-11	רווח נקי (במונחים שנתיים)
23	27	51	63	70	87	101	104	הון עצמי
HY4	HY4	HY2	HY1	IG8	IG7	IG7	IG7	דירוג סינטטי
46%	45%	33%	8.7%	3.1%	2.8%	2.9%	2.9%	הסתברות לחדלות פירעון (5yr)
CCC/C	CCC/C	B	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	דירוג סינטטי מתורגם לסולם S&P
קן	קן	קן	קן	לא	לא	לא	לא	האם High Yield

- מודל הדירוג הסינטטי מצביע על עלייה משמעותית בהסתברות לחדלות פירעון החל מהדוחות הכספיים לרבעון הראשון של שנת 2018.

(IG10 ל- IG1) Investment Grade – IG

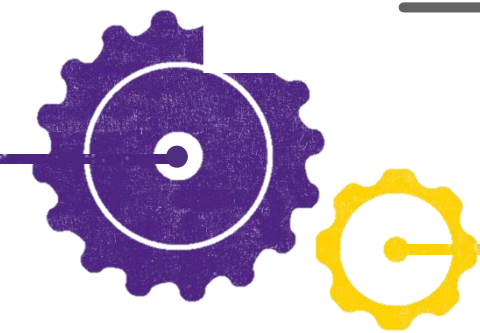
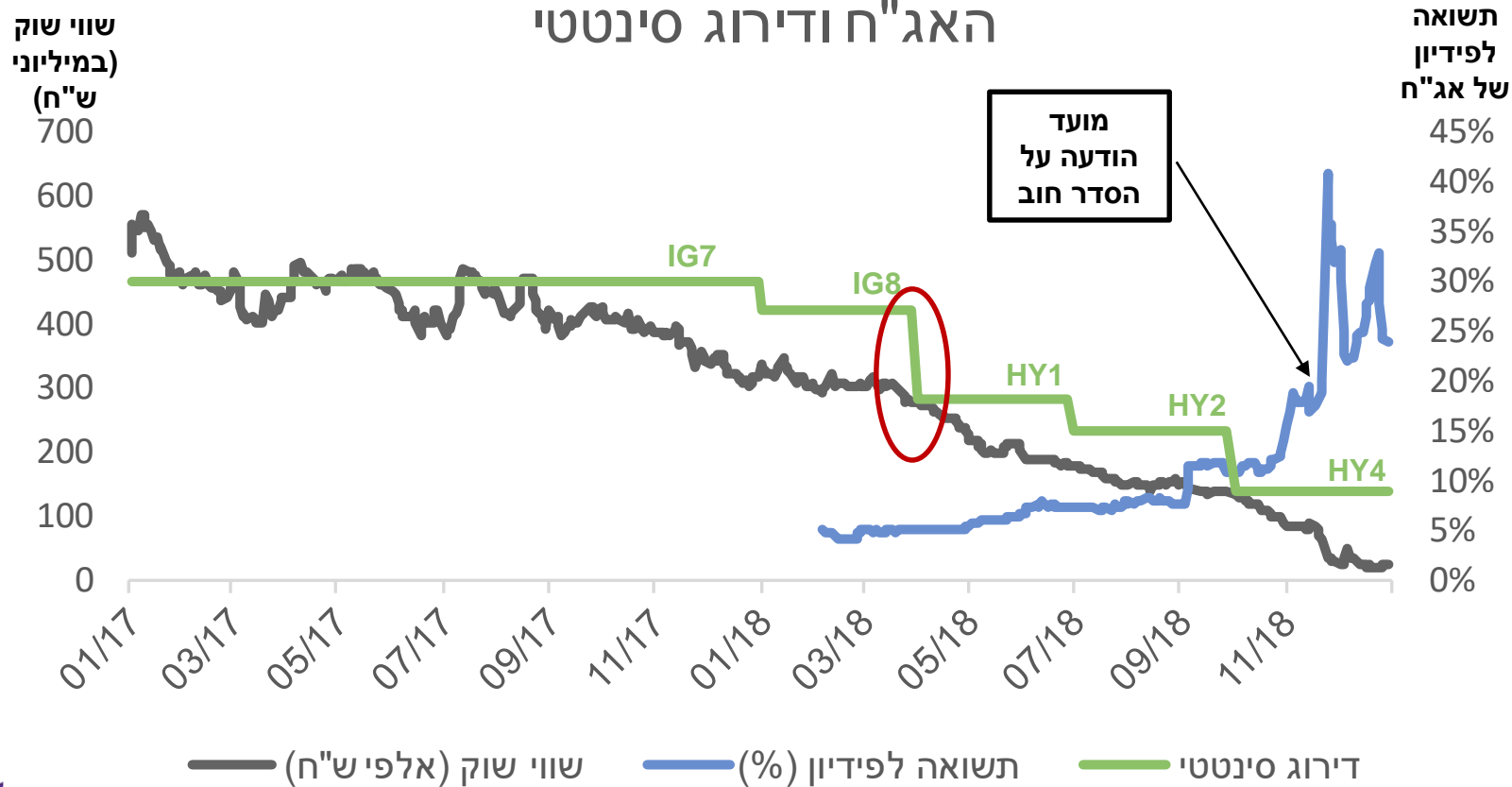
(HY6 ל- HY1) High Yield – HY

מבוסס על מודל דירוג סינטטי שנערך בתוכנת בלומברג.



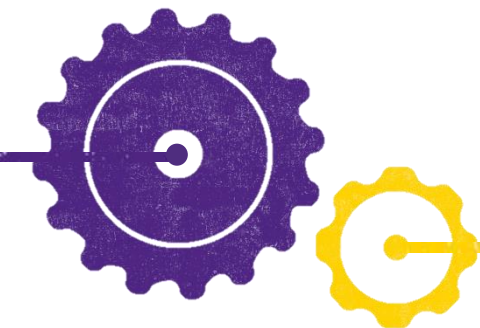
שווי שוק, תשואה לפידיון ודירוג סינטי

מטומי - שווי שוק הון המניות, תשואה לפידיון של האג"ח ודירוג סינטי



חדלות פירעון – המדריך לזיהוי מוקדם

- **יחסים פיננסיים** - סימן אזהרה חשוב אך לא יחיד
- ניתוח דוח תזרים, בדגש על **תזרים מפעילות שוטפת**, תזרים פרמננטי ותזרים חופשי
- **כלים לזיהוי מוקדם עקיף** - בנקים ומימון, הון חוזר, רווחיות ותחזיות וכו'.
- **Working Capital Report** לבחינת היכולת התזרימית של החברה לפרוע התחייבויות עתידיות
- **דירוג סינטטי** לבחינת הסתברות לחדלות פירעון



תודה רבה!

רו"ח מיקי בלומנטל, שותף מנהל
פאהן קנה ושות'





מיקי בלומנטל, רו"ח

שותף מנהל בפירמת רואי חשבון פאהן קנה ושות'

בוגר תואר ראשון בחשבונאות וכלכלה ותואר שני במשפטים שניהם מאוניברסיטת בר אילן

ניסיון מקצועי

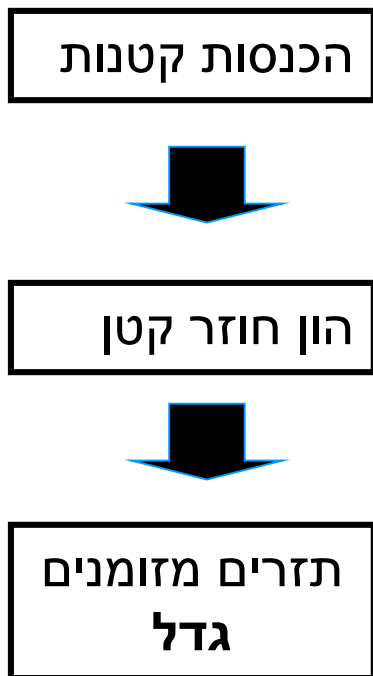
- ראיית חשבון וביקורת בחברות ציבוריות ופרטיות מענף המסחר, התעשייה, הנדל"ן וההשקעות
- ניתוחים כלכליים, הערכות שווי ותוכניות עסקיות
- ניהול בקרה וביקורת פנימית בקרב גופים מן המובילים במשק הישראלי
- בדיקות נאותות וחוות דעת מקצועיות
- בורריות, גישורים וחוות דעת לבתי משפט
- כינוס נכסים וניהול מיוחד בפירוק, חוק ני"ע, תשקיפים וליווי הנפקות בארץ ובעולם
- ליווי עסקאות, ניהול מו"מ ויעוץ שוטף

ניסיון באקדמיה

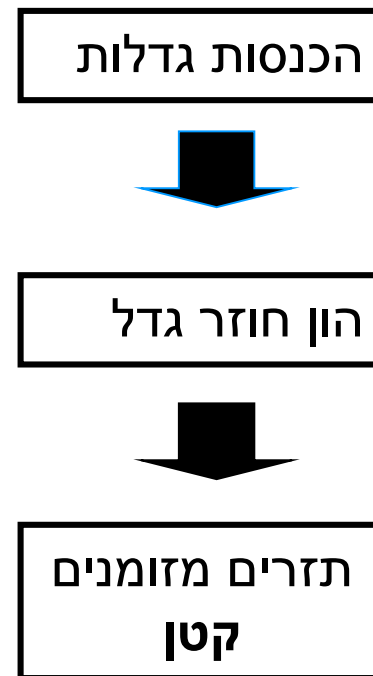
- מרצה בכיר בחוג לחשבונאות במסלול האקדמי, המכללה למנהל בקורס ניתוח דוחות כספיים והערכות שווי
- השתלמויות מקצועיות לעובדי המשרד וללקוחותיו
- הרצאות לחממות טכנולוגיות – CITI, DRIVE, Microsoft Ventures, WeWork, Novus, ראשון לציון, בינתחומי הרצליה
- הרצאות בכנסים של לשכת רואי חשבון ולמשרדי עורכי דין מובילים
- ימי עיון והרצאות בנושאי כלכלה, מיסים וחשבונאות לגופים חיצוניים
- מנטור בחממה הטכנולוגית של המכללה למנהל (Novus)

המבחן התזרימי – אשליית המזומנים

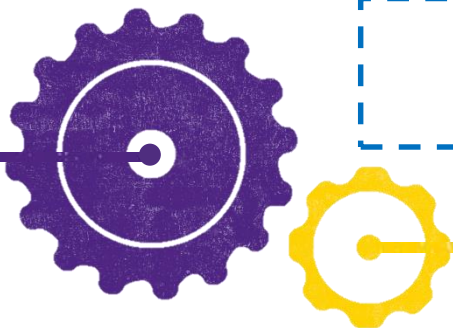
חברה בדעיכה (אשליית המזומנים)



חברה בצמיחה (מחנק המזומנים)



בחינת תזרים המזומנים צריכה להתבצע לתקופה שמעבר לטווח הקצר



המבחן התזרימי – אשליית המזומנים

תרחיש א' - צמיחה בהכנסות (תופעת מחנק המזומנים)

פרמטרים עיקריים:

שיעור רווח תפעולי:

10% מהכנסות

שיעור המס: 25%

הוצאות פחת =

השקעה הנדרשת

ברכוש קבוע

יתרת הון חוזר

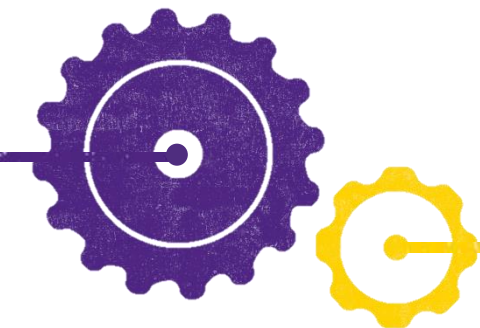
תפעולי = 30%

מההכנסות

תחזית 2021 ואילך	תחזית 2020	תחזית 2019	בפועל 2018	במיליוני ש"ח
1,346	1,320	1,200	1,000	הכנסות
2%	10%	20%		שיעור צמיחה
135	132	120		רווח תפעולי
(34)	(33)	(30)		מס על הרווח התפעולי
101	99	90		רווח תפעולי לאחר מס
(8)	(36)	(60)		השקעה בהון חוזר
93	63	30		תזרים נקי מפעילות שוטפת

תרחיש ב' - ירידה בהכנסות (אשליית מזומנים)

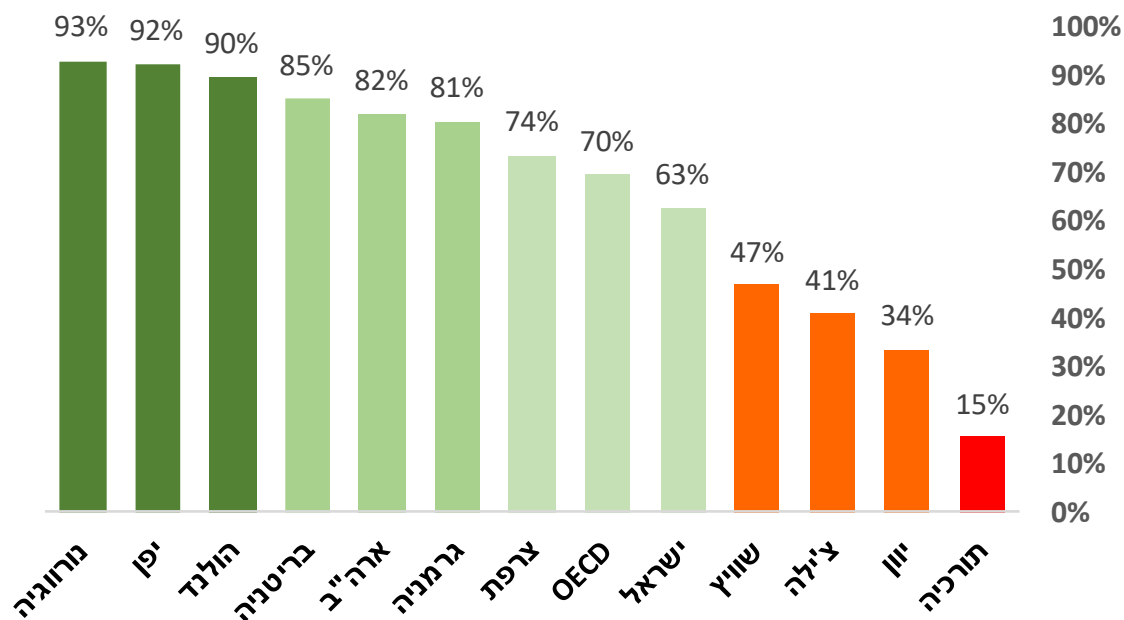
תחזית 2021 ואילך	תחזית 2020	תחזית 2019	בפועל 2018	במיליוני ש"ח
734	720	800	1,000	הכנסות
2%	-10%	-20%		שיעור צמיחה
73	72	80		רווח תפעולי
(18)	(18)	(20)		מסים
55	54	60		רווח תפעולי לאחר מס
(4)	24	60		השקעה בהון חוזר
51	78	120		תזרים נקי מפעילות שוטפת



חדלות פירעון בישראל ביחס למדינות ה-OECD

- חברות חדלות פירעון בישראל מחזירות 62.6% מהחוב שצברו בממוצע בלבד, זאת לעומת החזר של 69.5% בממוצע מדינות ה-OECD.
- הזמן הדרוש בישראל לסיום הליך חוב הינו ארוך יותר והוא עומד על שנתיים, לעומת 1.76 שנים בממוצע ה-OECD.

שיעור ההחזר על החוב - Recovery rate



מקור: חברת CofaceBdi, מידע מבוסס על נתוני הבנק העולמי

סימני אזהרה בראיית הפסיקה

סימני אזהרה לפי בית המשפט האמריקאי (*)

תשלום לספקים שאינו מותאם לקבלות

צווים וזימונים לבית משפט

קושי בחיזוי תזרים עתידי

קושי בגיוס הון

הרעה בתנאיי ספקים

אי תשלום לספקים במועדו

שימוש בצ'קים דחויים

צ'קים חוזרים

תנאים מיוחדים מול ספקים

הפסדים מתמשכים

יחסי נזילות מתחת ל- 1

הימנעות מתשלומים סטטוטוריים

יחסים רעועים עם בנקים

קושי לגיוס מימון חוץ בנקאי

ASIC v Plymin (2003) 46 ACSR 126 (*)

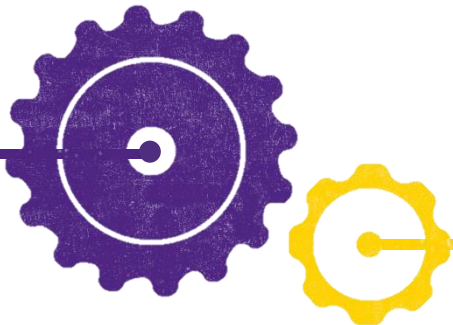


תכירו: התקן החדש שחתך מיליונים מרווחי פתאל, אל על, שופרסל והמשביר לצרכן

תקן החשבוונאות IFRS16 קבע מחדש את הכללים להכרה ומדידה של חכירות • התקן שנכנס לתוקף ברבעון הראשון מגדיל את הרווח התפעולי אך גם את הוצאות המימון ובסך-הכול גרע יותר מ-100 מיליון שקל מהרווח הרבעוני של החברות הציבוריות

עומרי כהן | 05/06/2019, 06:03

מקור : גלובס



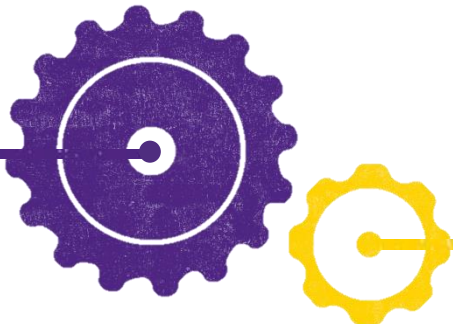
השפעת IFRS16

השפעות יישום תקן IFRS16 ברבעון הראשון על דוח הרווח והפסד של החברות החוכרות (במיליוני שקלים)

הולמס פלייס	חלל תקשורת	פוקס	פרשמרקט	קסטרו	המשביר לצרכן	רמי לוי	שופרסל	אל על	ארקו החזקות	פתאל החזקות	
5.9	1	8.2	5.9	8.4	8.7	5.8	16	20.7	31.1	79.7	ההשפעה על הרווח תפעולי
6.4	3	11.8	10.6	13.7	14.3	13.5	26	37.8	56.8	127.5	ההשפעה על הוצאות מימון (נטו) והפרשי השער
-0.5	-2	-3.7	-4.7	-5.3	-5.7	-7.7	-10	-17.1	-25.7	-44	ההשפעה על הרווח לפני מס

- ל- IFRS16 השלכות משמעותיות על המאזן ועל דוח רווח והפסד
- יש לנקוט משנה זהירות בעת ביצוע ניתוח השוואתי של יחסים פיננסיים אל מול נתוני הענף.

מקור : גלובס



התקופה שלגביה יש להכיל את המבחן התזרימי

הערת עסק חי

נדרשת כאשר אין לחברה וודאות לגבי החזר חובותיה בשנה הקרובה.

הרשות לניירות ערב

דורשת גילוי לגבי התזרים החזוי של החברה לתקופת של שנתיים.

חוק חדלות פירעון

לא ניתנה התייחסות

- חוק חדלות הפירעון החדש לא דן בסוגיית התקופה שלגביה יש להכיל את המבחן התזרימי.
- נראה שהפרקטיקה המקובלת הינה לבצע את המבחן התזרימי על פני תקופה של כשנתיים.

