



Fahn Kanne

Grant Thornton

An instinct for growth™

# חדלות פירעון - המדריך לזיהוי מוקדם

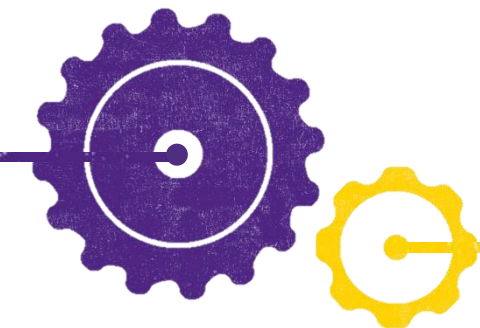
רו"ח מיקי בלומנטל, שותף מנהל  
פאהן קנה ושות'

יוני 2020



# חוק חדלות פירעון ושיקום כלכלי, התשע"ח-2018 - מטרות מרכזיות

- הצבת השיקום הכלכלי של החייב כערך מרכזי.
- הגדלת פירעון החוב לנושים וחלוקת קופת הנשייה בצורה שוויונית יותר בין הנושים החזקים לנושים החלשים.
- החוק החדש כולל הוראות חדשות ומפורטות, בין היתר, בנושאים הבאים:
  - הפעלת תאגיד בחדלות פירעון ושיקומו הכלכלי;
  - הוראות בדבר אחריות נושא משרה בתאגיד הנמצא בחדלות פירעון.



# חדלות פירעון לפי החוק הקיים

- "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" (סעיף 2 לחוק חדלות הפירעון החדש)
- שני מבחנים עיקריים לבחינת חדלות פירעון:



## המבחן המאזני

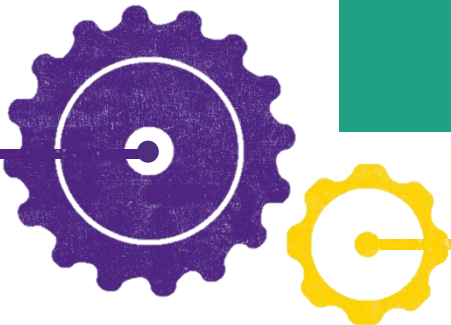
בודק את מצבו הכלכלי של החייב תוך בחינת סך שווי נכסיו של החייב אל מול סך שווי התחייבויותיו

או



## המבחן התזרימי

האם מסוגלת החברה לקיים את התחייבויותיה בהגיע מועד קיומן

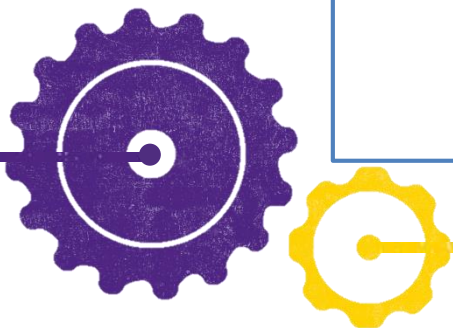


# אחריות נושאי משרה בתאגיד חדל פירעון

- על נושאי משרה של חברה **שידעו או היה עליהם לדעת** כי התאגיד נמצא בחדלות פירעון, חלה **החובה לנקוט אמצעים סבירים לצמצום** היקף חדלות הפירעון.
- **אם לא יעמדו בחובה זו** רשאי יהיה בית המשפט של פירוק "להורות כי הדירקטור או המנהל הכללי ישא **באחריות** כלפי התאגיד לנזקים שנגרמו לנושי התאגיד בשל מחדלו" (סעיף 288 לחוק החדש).

## פטור ושיפוי?

התאגיד **אינו רשאי להעניק פטור מחובת אחריות זו** או לקבוע הוראה בתקנון המאפשרת **לשפות** דירקטור או מנכ"ל בשל הפרתה  
אולם, **ניתן לבטח** את הדירקטורים או את המנכ"ל כנגד הפרת חובת האחריות.

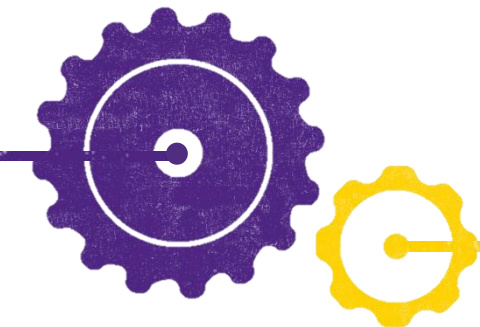


# נקיטת נושא משרה באמצעים סבירים

בהתאם לחוק החדש, חזקה כי נושא משרה מילא את חובתו כך שלא תחול

עליו אחריות אישית, אם נקט **באחד** מהאמצעים שלהלן:

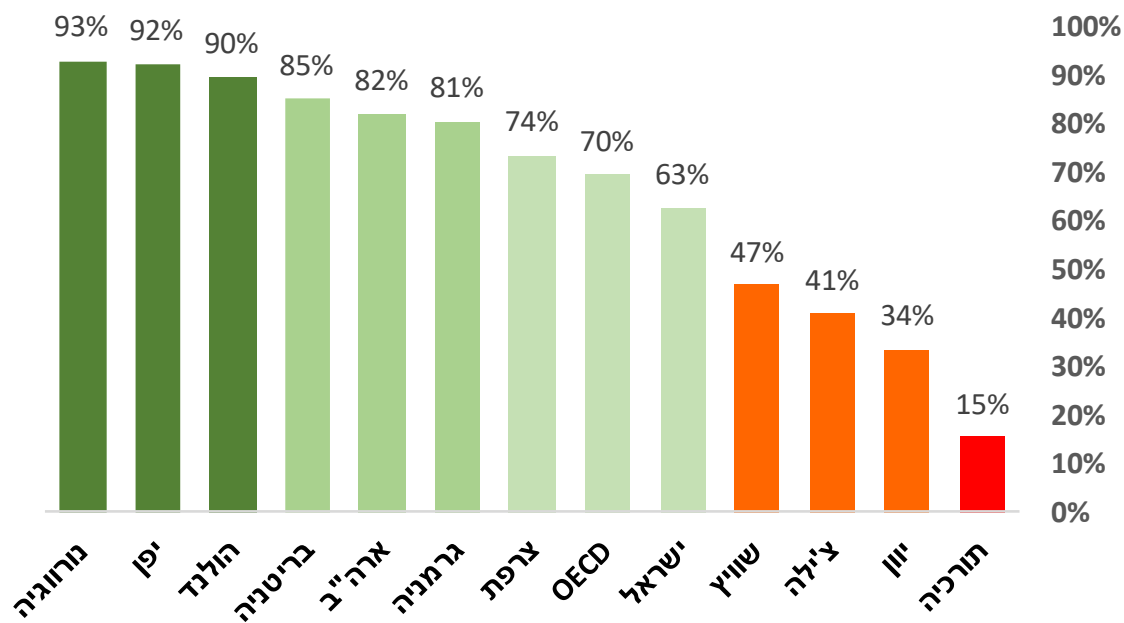
- קבלת **סיוע** מגורמים המתמחים בשיקום תאגידיים;
- ניהול **מו"מ** עם נושים לשם גיבושו של הסדר חוב;
- **פתיחה** בהליכי חדלות פירעון.



# 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, 2018

# סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

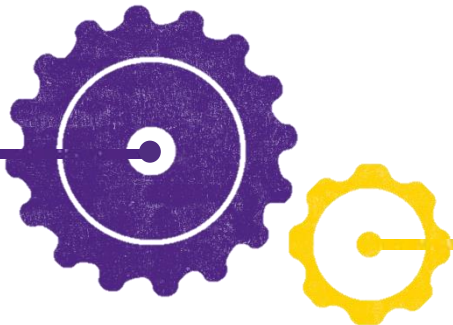
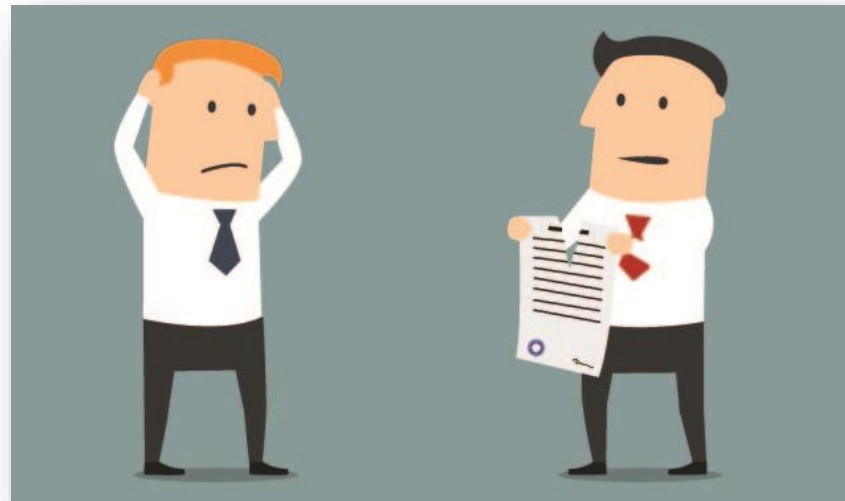
עובדים

רכוש קבוע

רווחיות  
ותחזיות

הון חוזר

בנקים  
ומימון



# סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

זיהוי מאוחר

אין יכולת להגדיל  
את מסגרת  
האשראי

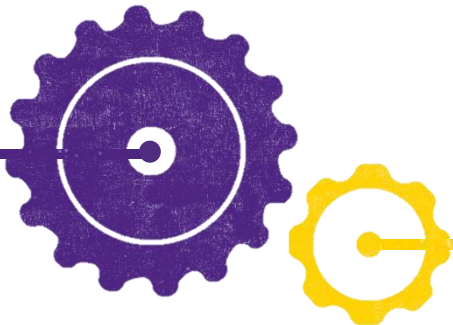
זיהוי בטווח  
בינוני

הפרת קובננטים

זיהוי מוקדם

פניה למקורות  
מימון  
אלטרנטיביים

בנקים ומימון





# סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

זיהוי מאוחר

ספקים עובדים  
במזמן

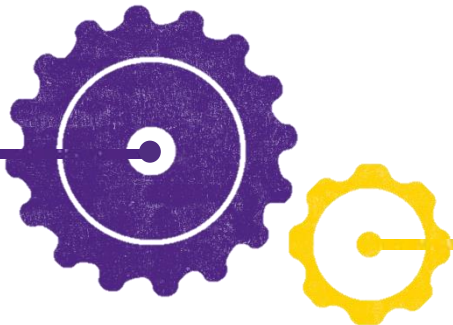
זיהוי בטווח  
בינוני

גידול במקדמות  
מלקוחות;  
לקוחות לא  
משלמים בזמן

זיהוי מוקדם

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

הון חוזר



# סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

זיהוי מאוחר

הפסדים  
מתמשכים  
ותזרים שלילי

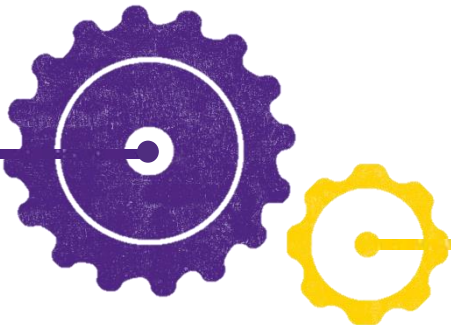
זיהוי בטווח  
בינוני

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

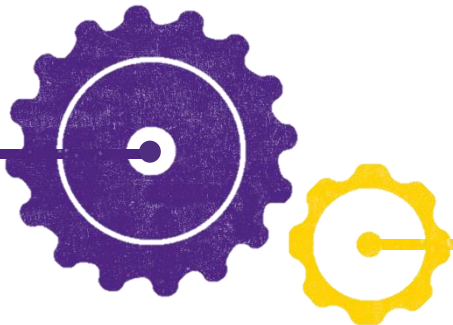
זיהוי בטווח  
בינוני

ביצוע עסקאות  
Sale and  
lease-back

זיהוי מוקדם

צמצום השקעות  
ברכוש קבוע

רכוש קבוע



# סימני אזהרה עיקריים לחדלות פירעון

זיהוי מאוחר

אובדן עובדי  
מפתח

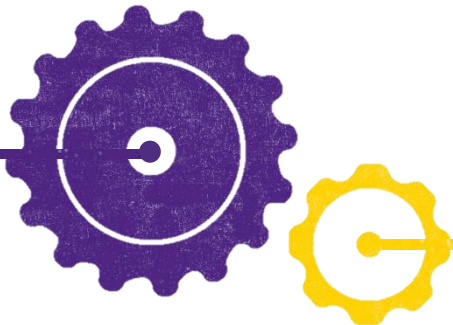
זיהוי בטווח  
בינוני

קיצוץ בעובדי  
מפתח

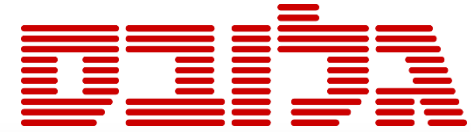
זיהוי מוקדם

אי תשלום  
הפרשות  
סוציאליות בזמן

עובדים



# ענקית הקמעונאות Sears פשטה את הרגל



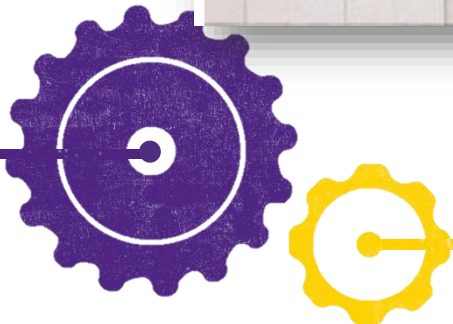
sears®

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

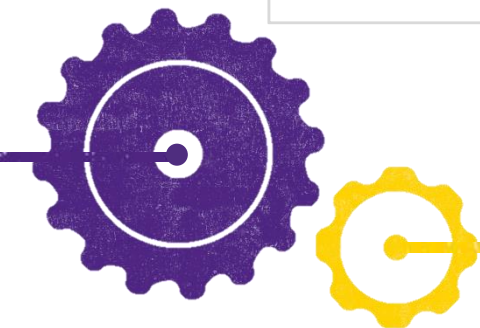
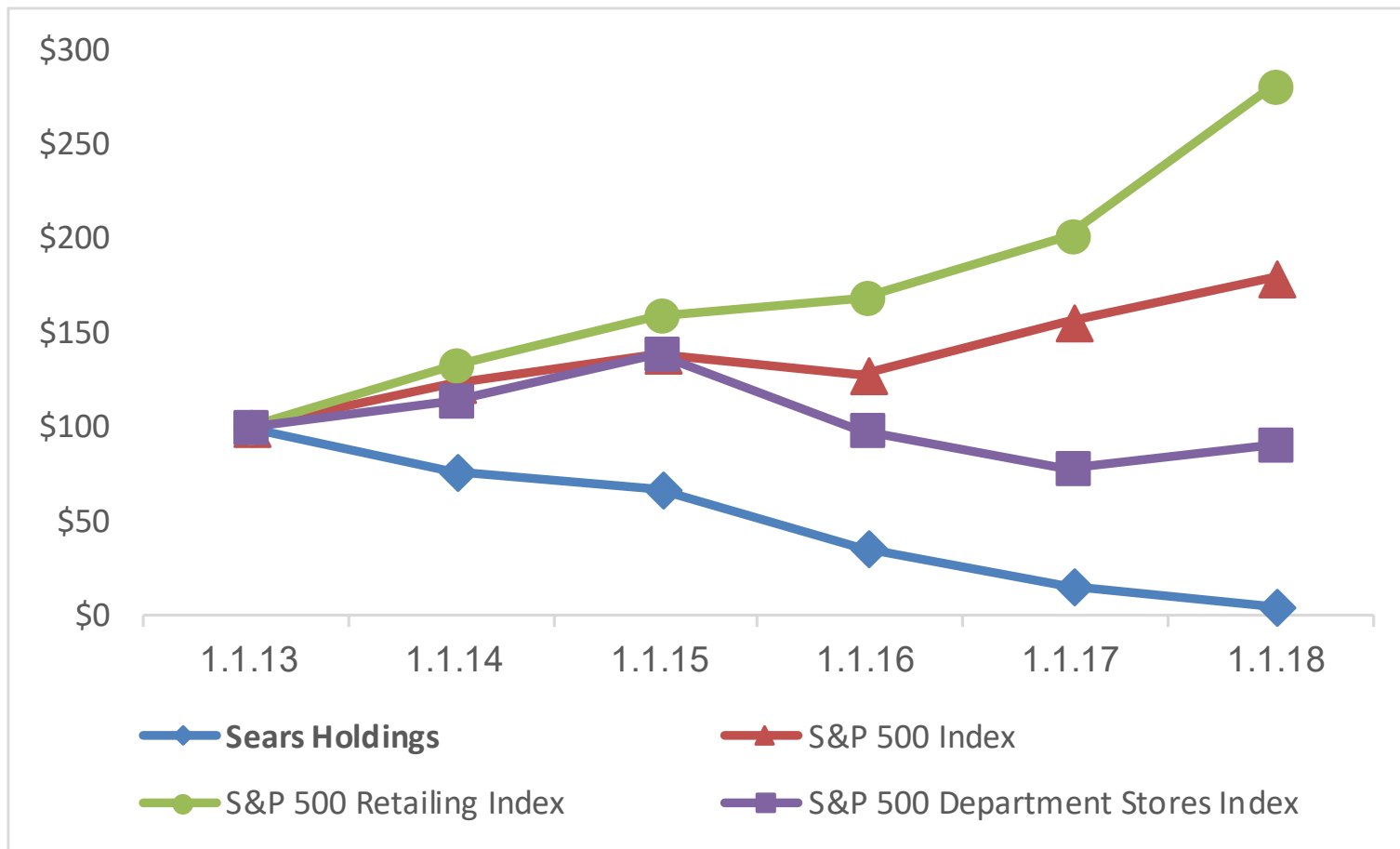
סירס הגיעה להסכם עם נושיה, שיאפשר לחברה בת ה-125 לשמור על מאות חנויות פתוחות לעת עתה • במסגרת העסקה צפויה הרשת לסגור לפחות 150 חנויות באופן מיידי • פשיטת הרגל הגיעה לפני שסירס הייתה אמורה להחזיר הלוואה בסך 134 מיליון דולר מאוחר יותר היום

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

- 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)**

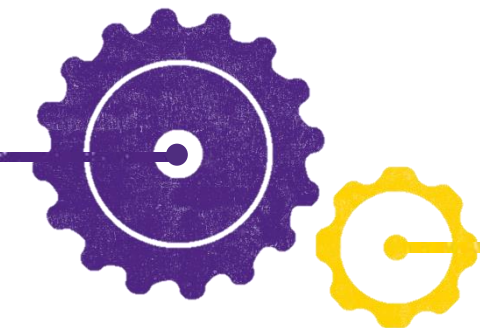
**תזרים  
מזומנים  
חופשי  
( Free )  
Cash Flow  
(- FCF  
מהווה כלי  
חשוב ויעיל  
לזיהוי חדלות  
פירעון.**





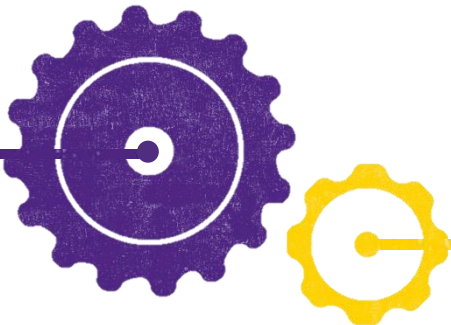
# ניתוח דוח תזרים

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



# ניתוח דוח תזרים

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



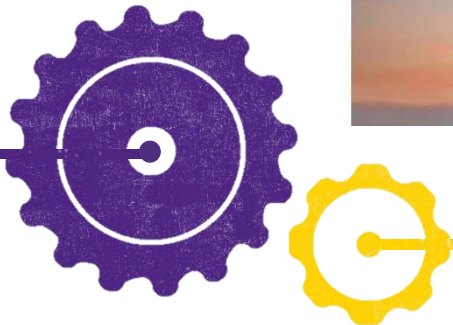
TheMarker

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

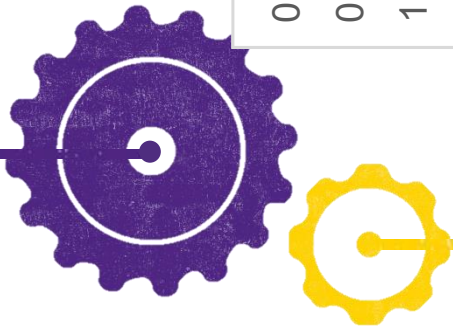
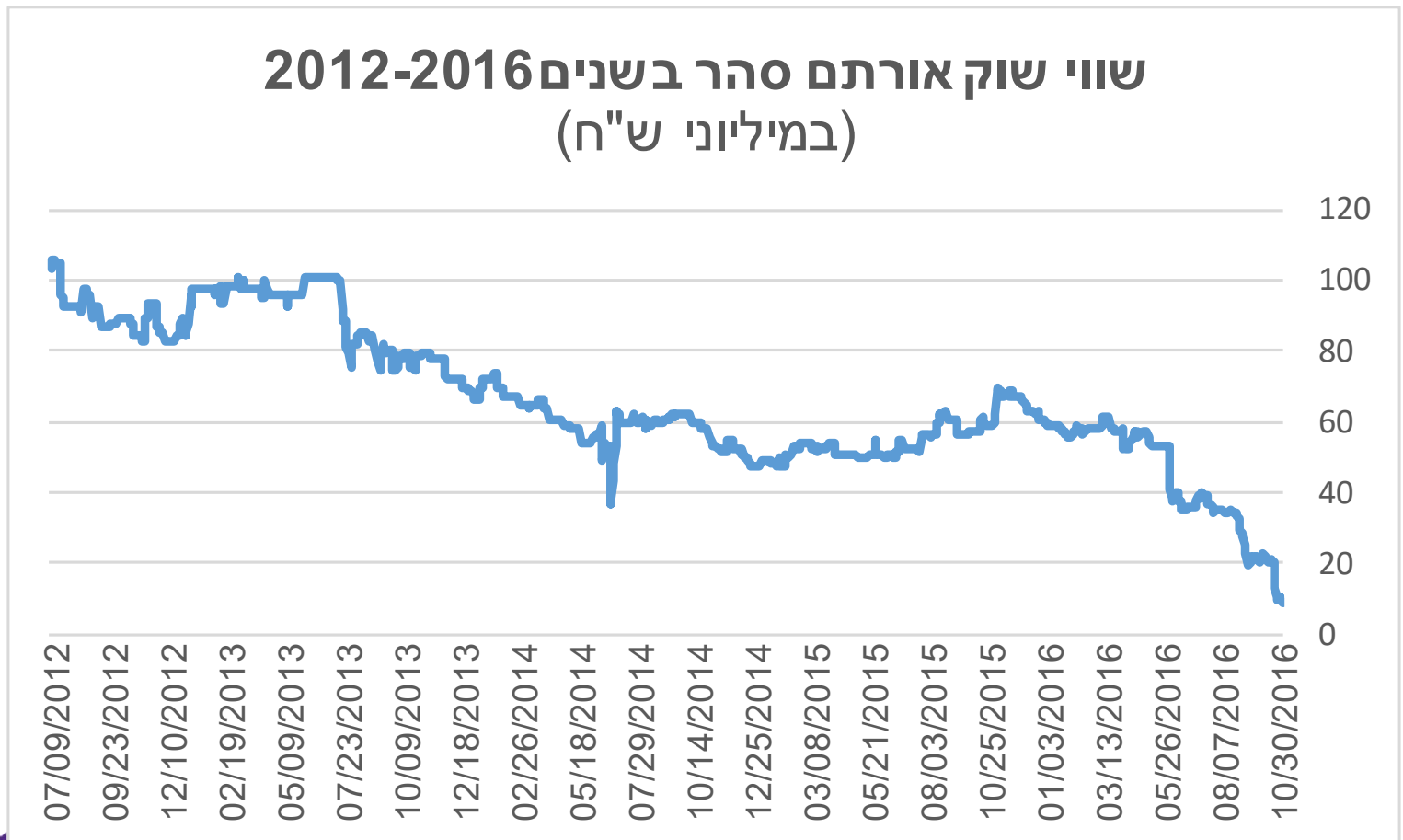
חובות החברה, כולל ערבויות, מסתכמים בכמיליארד שקל, והיא מעורבת בבנייתן של יותר מ-5,000 יחידות דיור ■ ביהמ"ש אסר בינתיים על ביצוע שינוי כלשהו בנכסי החברה, והדין בבקשת ההקפאה נדחה לשבוע הבא

שמור 137

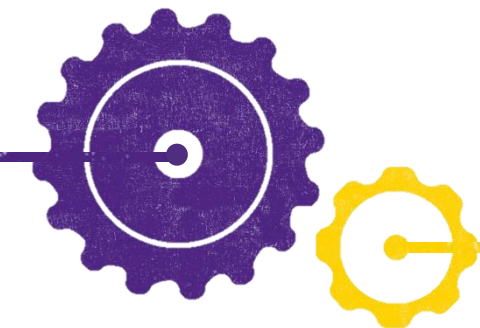
אורי תומר, רח סמולסקי |  
עודכן ב: 17:20 | 07:15 20.10.2016



# שווי שוק מניית אורתם סהר



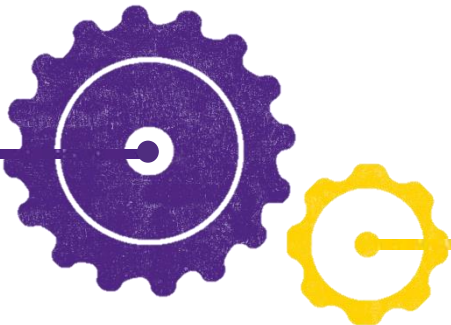
# כלים נוספים לזיהוי חדלות פירעון



# 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**



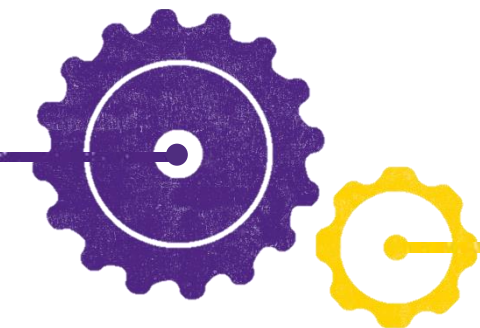
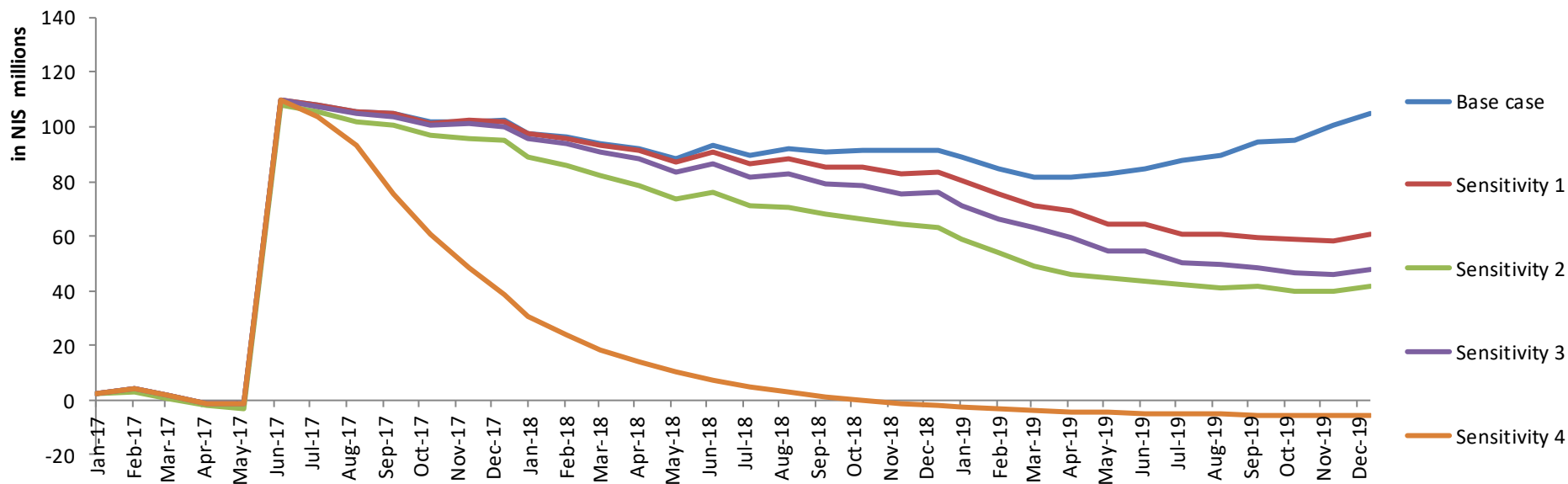
# WC Report - תזרים תחת תרחישים שונים

הפעלת ניתוחי רגישות במספר תרחישים בפרמטרים שונים

השוואה טיב התחזית לעומת תוצאות העבר

בחינת יתרת מזומן ברמה חודשית

הכנת תחזית לתקופה של כשנתיים



# התקופה שלגביה יש להכיל את המבחן התזרימי

## הערת עסק חי

נדרשת כאשר אין לחברה וודאות לגבי החזר חובותיה בשנה הקרובה.

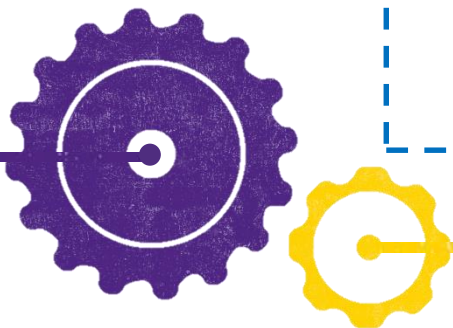
## הרשות לניירות ערב

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.
- הפרקטיקה המקובלת הינה להכיל את המבחן התזרימי על פני תקופה של כשנתיים.

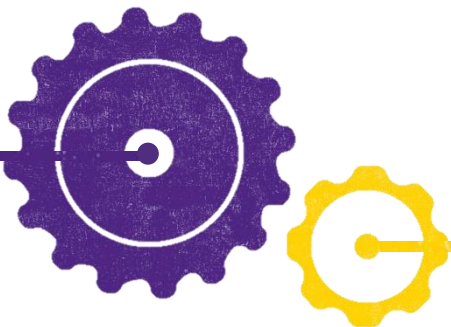




# דירוג סינטטי

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

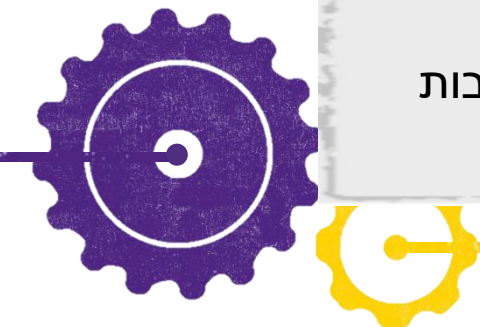


**Investment Grade**  
קבוצת דירוג בעלי סיכון נמוך לחדלות פירעון



**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%**.



## 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

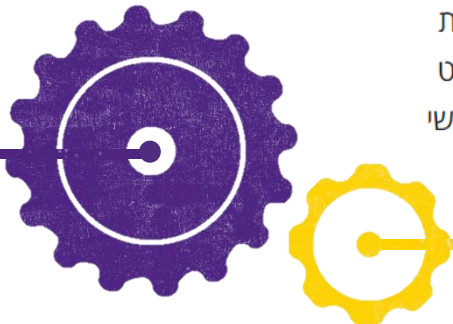
שלי אפלברג | התראות במייל | 11:17 26.11.2018 | עודכן ב: 14:39 29.11.2018

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

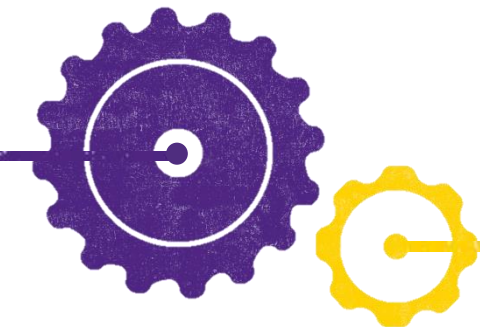
Q4/18	Q3/18	Q2/18	Q1/18	H2/17	H1/17	H2/16	H1/16	במיליוני דולר
89	111	143	150	208	282	304	249	מכירות (במוניחים שנתיים)
-16	-94	-47	-29	-16	-13	-6	-11	רווח נקי (במונחים שנתיים)
23	27	51	63	70	87	101	104	הון עצמי
HY4	HY4	HY2	HY1	IG8	IG7	IG7	IG7	דירוג סינטטי
46%	45%	33%	8.7%	3.1%	2.8%	2.9%	2.9%	הסתברות לחדלות 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.

*Investment Grade – IG* (בין IG1 ל- IG10)

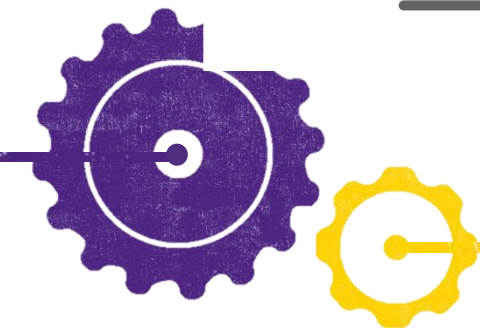
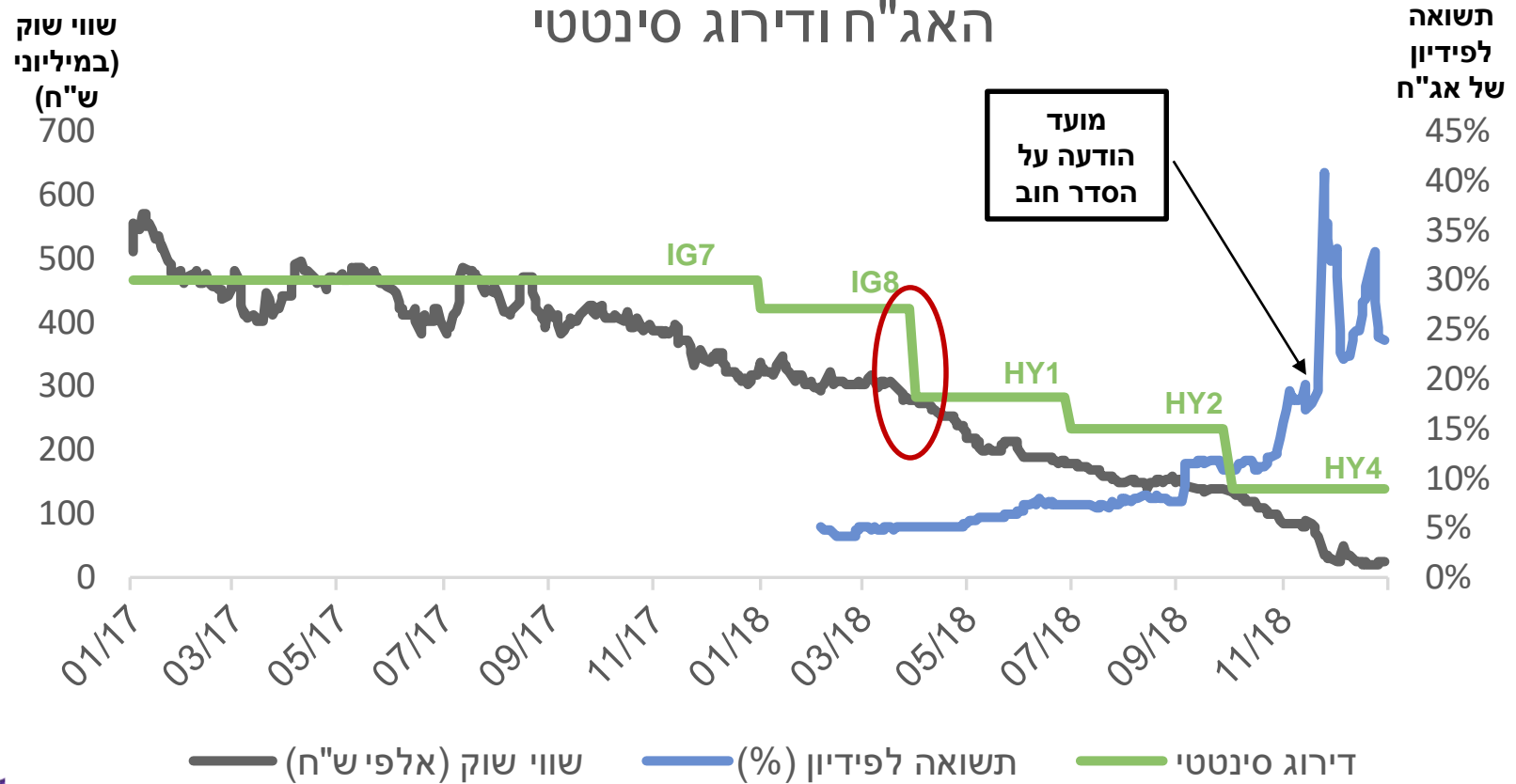
*High Yield – HY* (בין HY1 ל- HY6)

מבוסס על מודל דירוג סינטטי שנערך בתוכנת בלומברג.



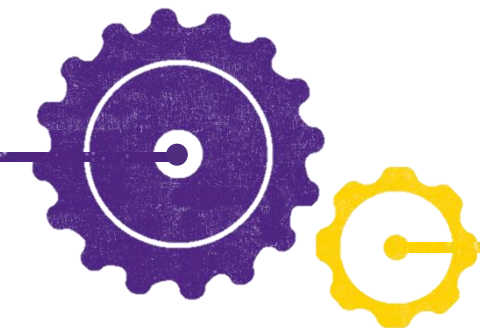
# שווי שוק, תשואה לפידיון ודירוג סינטי

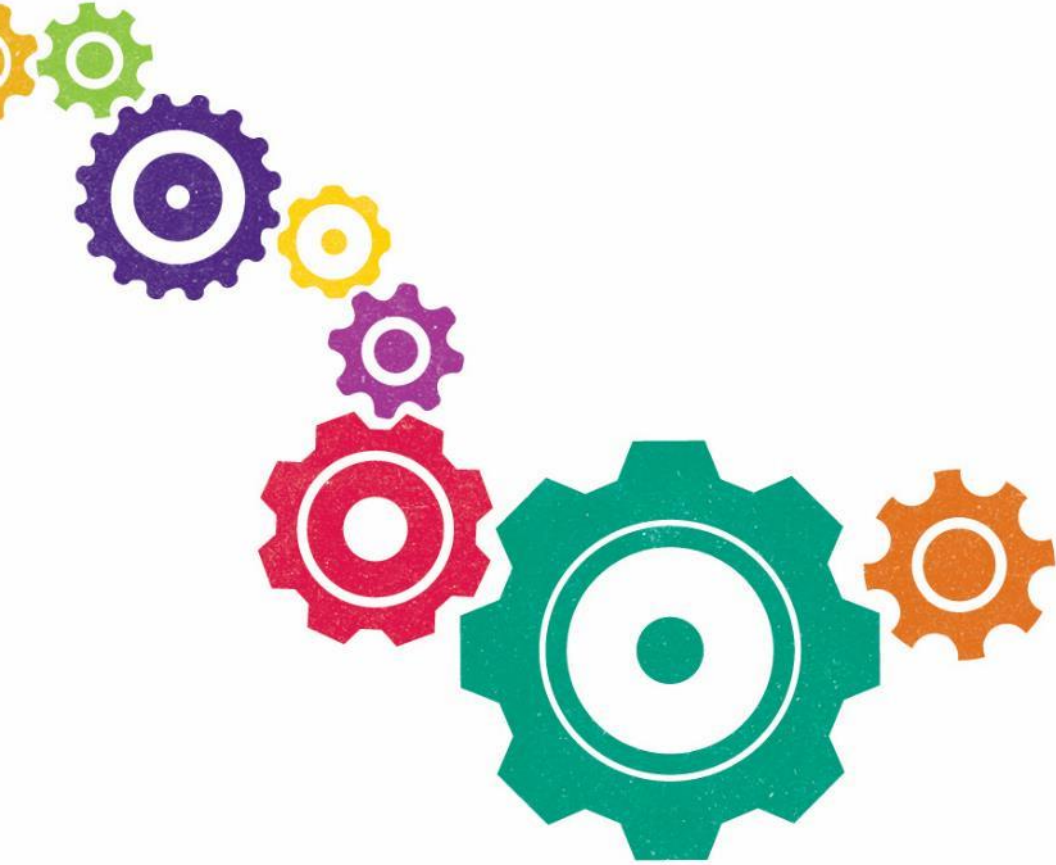
מטומי - שווי שוק הון המניות, תשואה לפידיון של האג"ח ודירוג סינטי



# סיכום

- **יחסים פיננסיים** – סימן אזהרה חשוב אך לא יחיד
- ניתוח דוח תזרים, בדגש על **תזרים מפעילות שוטפת**,  
**תזרים פרמננטי ותזרים חופשי**
- עריכת **Working Capital Report** לבחינת היכולת  
התזרימית של החברה לפרוע התחייבויות עתידיות
- ניתוח **דירוג סינטטי** לבחינת הסתברות לחדלות פירעון





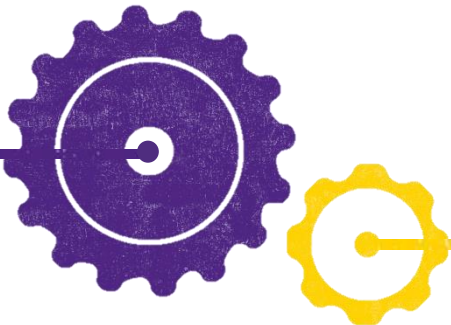
**תודה רבה!**  
רו"ח מיקי בלומנטל



*Prof. Edward I. Altman*  
(b. 1941)  
*New York University*  
*Stern School of Business*

# מדד אלטמן

- אחד ממדדי ההישרדות הנפוצים בארה"ב ובאירופה (פותח בשנת 1968).
- המדד מבוסס על חמישה יחסים פיננסיים מרכזיים.
- המדד מאפשר לחזות מראש האם החברה מצויה ברמת סיכון גבוהה ועלולה להיקלע לקשיים בשנים הקרובות.
- לכל אחד מחמשת היחסים ניתן משקל בהתאם לתרומתו היחסית ליציבות החברה. מדד זה התפתח עם השנים וכיום ישנם מס' מדדי אלטמן המותאמים לענפים/נסיבות שונים.







# מדד אלטמן (המשך) יחסים פיננסיים:

היחס מבטא נזילות בטווח קצר

$$A_1 = \frac{\text{הון חוזר נטו}}{\text{סה"כ נכסים}}$$

היחס מבטא את יתרת הרווחים מסך מקורות החברה (יציבות)

$$A_2 = \frac{\text{יתרת רווח במאזן}}{\text{סה"כ נכסים}}$$

היחס מבטא את יעילות הפעלת נכסי החברה בנטרול המס והמנוף הפיננסי.

$$A_3 = \frac{\text{רווח תפעולי}}{\text{סה"כ נכסים}}$$

היחס מבטא את האיתנות הפיננסית של החברה.

$$A_4 = \frac{\text{שווי שוק (או הון עצמי)}}{\text{סה"כ התחייבויות}}$$

היחס מצביע על כושר הייצור של נכסי החברה.

$$A_5 = \frac{\text{סה"כ מכירות}}{\text{סה"כ נכסים}}$$





# מדד אלטמן (המשך)

הנוסחה למודל הבסיסי:

$$Z = 1.2A_1 + 1.4A_2 + 3.3A_3 + 0.6A_4 + 1.0A_5$$

בישראל

בארה"ב

Z קטן מ-1

Z קטן מ-1.8

סיכויי הישרדות לא טובים

Z בין 1 ל-2

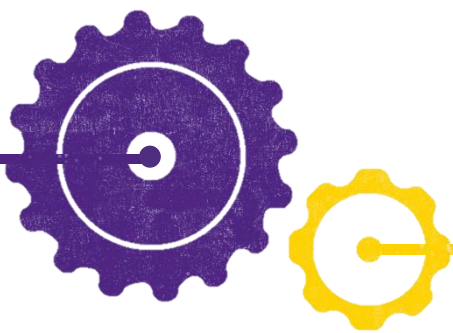
Z בין 1.8 ל-2.99

החברה בתחום האפור

Z גדול מ-2

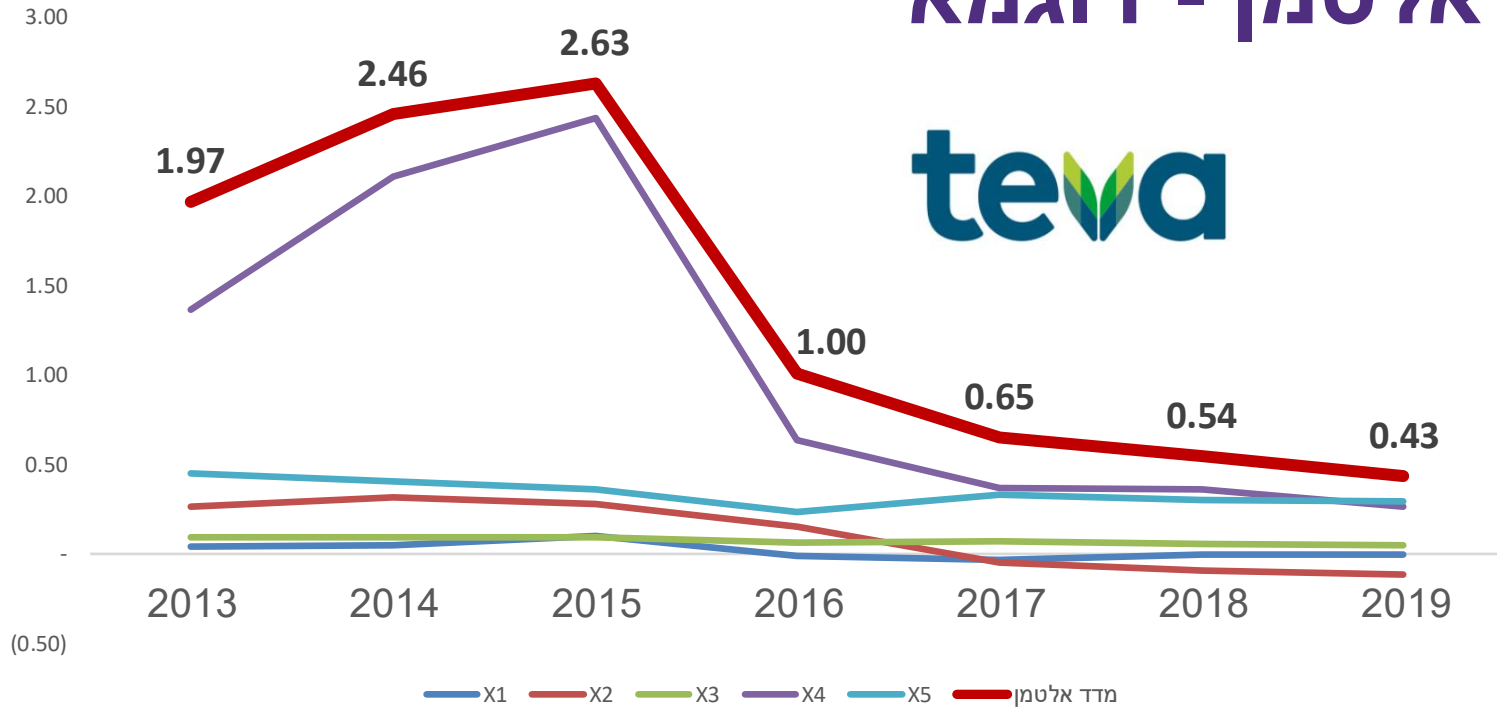
Z גדול מ-2.99

החברה יציבה ובריאה





# מדד אלטמן - דוגמא



2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	משקל	תיאור	X
(0.00)	(0.01)	(0.04)	(0.02)	0.10	0.05	0.04	1.2	הון חוזר / סך נכסים	X1
(0.12)	(0.10)	(0.05)	0.15	0.27	0.31	0.26	1.42	יתרת רווח שלא יועדה / סך נכסים	X2
0.05	0.06	0.07	0.06	0.09	0.09	0.09	3.3	רווח תפעולי / סך נכסים	X3
0.26	0.36	0.37	0.63	2.43	2.11	1.36	0.6	שווי שוק / סך ההתחייבויות	X4
0.29	0.30	0.33	0.23	0.36	0.40	0.45	1	מכירות / סך נכסים	X5
<b>0.43</b>	<b>0.54</b>	<b>0.65</b>	<b>1.00</b>	<b>2.63</b>	<b>2.46</b>	<b>1.97</b>		<b>מדד אלטמן</b>	



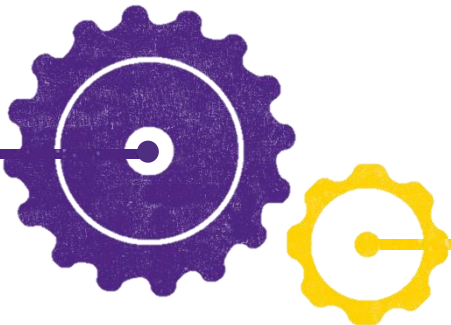


# יחס שוטף

$$\frac{\text{רכוש שוטף}}{\text{התחייבויות שוטפות}} = \text{יחס שוטף}$$

## יחס שוטף (Current Ratio)

- מצביע על יכולת חברה לעמוד בהתחייבויות השוטפות בטווח הקצר.
- ההנחה היא שבמקרה של קשיים פיננסיים הלחצים הראשונים שיופעלו נגד החברה יהיו בסעיפי ההתחייבויות השוטפות.
- יחס קטן מ- 1 או גדול משמעותית מ- 1 עלול להוות בעיה.
- שיפור ביחס שוטף לא מעיד בהכרח על שיפור במצב הכספי (למשל: גידול במלאי כתוצאה מקיטון במחזור הפעילות).





# יחס שוטף

## דוגמא לחישוב יחס שוטף:

### אלפי ש"ח

120

אשראי לזמן קצר

230

ספקים וזכאים

**350**

**סך התח' שוטפות**

400

הלוואות

50

אגרות חוב

**450**

**סך התח' לזמן ארוך**

**500**

**הון עצמי**

**1,300**

**סך התחייבויות+הון**

### אלפי ש"ח

100

מזומן

250

לקוחות וחייבים

120

מלאי

**470**

**סך רכוש שוטף**

530

רכוש קבוע

300

מוניטין

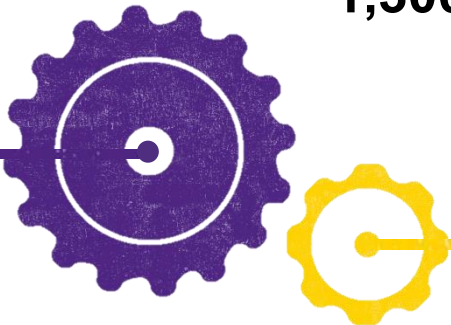
**1,300**

**סך נכסים**

**יחס שוטף**

**=**

**470/350=1.34**



# שיעור מינוף



## 1. שיעור המינוף

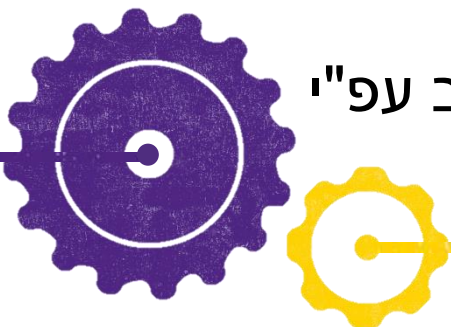
$$\text{שיעור המינוף} = \frac{\text{התחייבויות פיננסיות נטו (A)}}{\text{(A) + שווי שוק החברה}}$$

- התחייבויות פיננסיות נטו - אנו מזהים התחייבות פיננסית ככזו באמצעות אחד משני כללי האצבע הבאים: א. כל יתרה בעלת אופי פיננסי אשר אינה מהווה חלק אינהרנטי מפעילות העסק; ב. כל יתרה הנושאת ריבית.
- היחס מצביע על מידת הסתמכות החברה על הונה העצמי.
- מקובל להשתמש בשווי שוק של ההתחייבויות וההון לצורך חישוב יחס זה.
- שיעור מינוף גבוה במיוחד משמעו שהחברה נשענת ברובה על הון זר. חברה כזו עלולה להיפגע יותר בעת משבר (בהנחה שבעלי המניות אינם גוף בעל יכולת תמיכה חזקה בחברה).

## 2. הון עצמי למאזן

$$\text{הון עצמי למאזן} = \frac{\text{סך הון עצמי}}{\text{סך מאזן}}$$

- יחס "חשבונאי" יותר בהשוואה לקודם, אשר מחושב עפ"י היתרות המאזניות.



# שיעור מינוף

## דוגמא לחישוב שיעור המינוף:

### אלפי ש"ח

120 אשראי לזמן קצר

230 ספקים וזכאים

350 סך התח' שוטפות

400 הלוואות

50 אגרות חוב

450 סך התח' לזמן ארוך

500 הון עצמי

1,300 סך התחייבויות+הון

### אלפי ש"ח

100 מזומן

250 לקוחות וחייבים

120 מלאי

470 סך רכוש שוטף

530 רכוש קבוע

300 מוניטין

1,300 סך נכסים

שווי ההון  
העצמי -  
705 אלפי  
ש"ח

שיעור המינוף

=

$$470 / (470 + 705) = 40\%$$

חוב פיננסי נטו

=

$$50 + 400 + 120 - 100 = 470$$



# מינוף ומשבר כלכלי

"תנו לי נקודת משען ואניף את העולם".

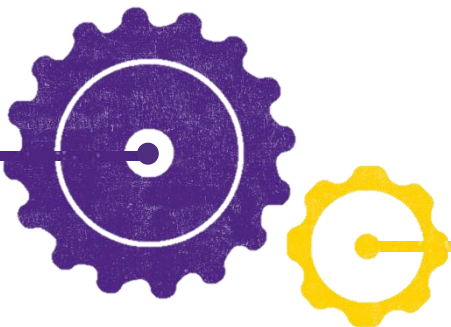
ארכימדס



לפני המשבר



לאחר המשבר



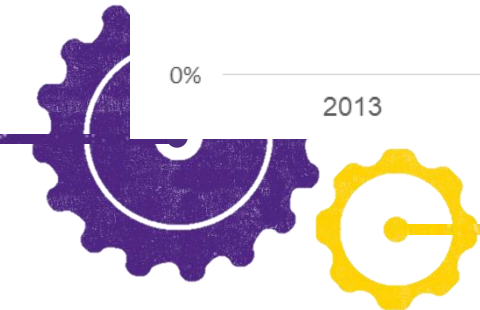
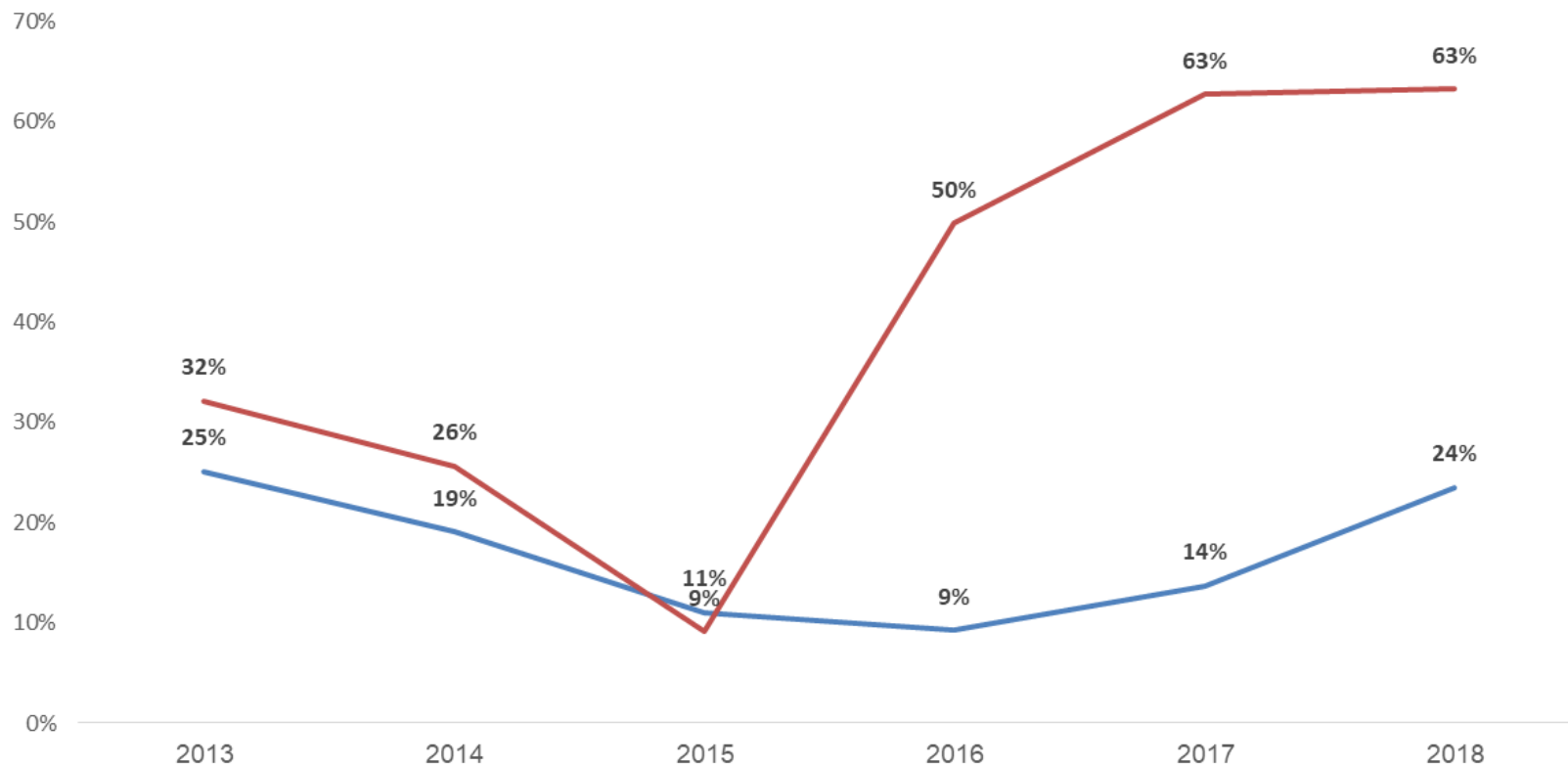




# שיעור מינוף של טבע ואלביט



## שיעור מינוף



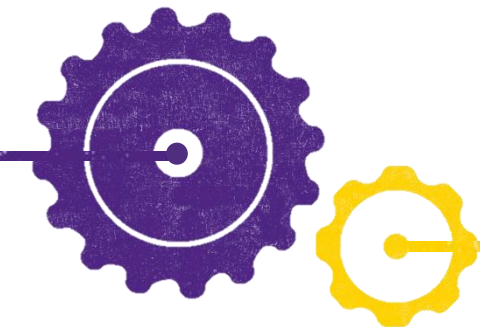
# רווחיות תפעולית



## שיעור רווח תפעולי

- מראה את הרווחיות התפעולית של החברה.
- מקובל להניח כי בטווח הארוך שיעור הרווח התפעולי של החברות הפועלות באותו ענף יהיה דומה.

$$\frac{\text{רווח תפעולי}}{\text{מכירות שנתיות}} = \text{שיעור רווח תפעולי}$$



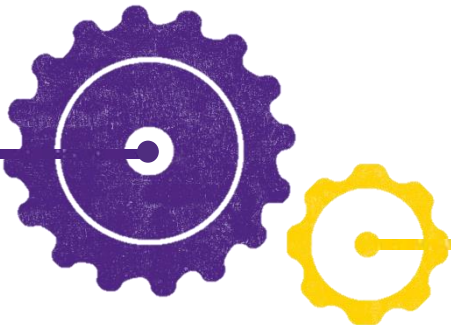
# יחסי היעילות התפעולית



## 1. ימי לקוחות (DSO)

- Days Sales Outstanding - DSO
- מספר הימים שעל החברה להמתין בממוצע עד שהיא גובה את הכספים המגיעים לה מהלקוחות.
- ההנחה הבסיסית היא שמדיניות האשראי היא אחידה למרבית הלקוחות והמכירות מתפלגות בממוצע באופן דומה על פני השנה.
- במכירות בארץ יש לקחת את הלקוחות בנטרול מע"מ.

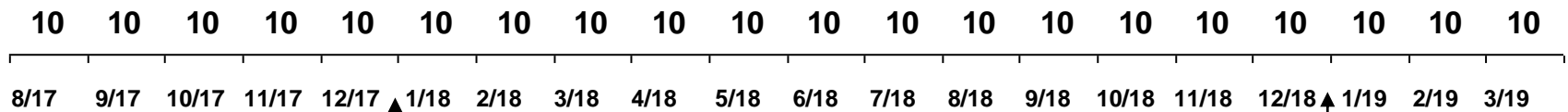
$$\text{ימי לקוחות} = \frac{\text{ממוצע י.פ. וי.ס. של לקוחות} \times 365 \text{ ימים}}{\text{מכירות שנתיות} \times (1 + \text{שיעור המע"מ})}$$



# יחסי היעילות התפעולית

## דוגמא פשוטה לאופן חישוב ימי לקוחות

הנחות: חברה מוכרת כל חודש ב- 10 ש"ח בתנאיי אשראי של 60 ימים. אין מע"מ.



סה"כ מכירות ב- 2018 = 120

יתרת לקוחות = 20

יתרת לקוחות = 20

$$\begin{aligned} & \text{ימי לקוחות בשנת 2018} \\ & = \\ & (20+20)/2/120*360=60 \end{aligned}$$

# יחסי היעילות התפעולית



## 2. ימי המלאי (DOH)

Days of Inventory on Hand – DOH

- מספר הימים שעל החברה להמתין בממוצע עד שהיא מוכרת את המלאי שברשותה.

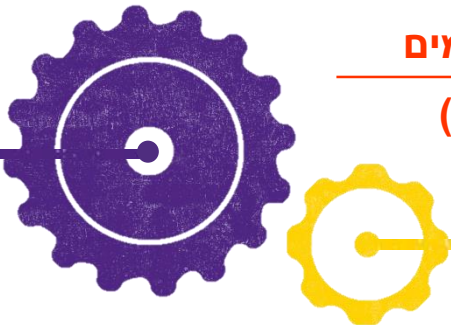
$$\text{ימי המלאי} = \frac{\text{ממוצע י.פ. וי.ס. של מלאי} \times 365 \text{ ימים}}{\text{עלות המכירות}}$$

## 3. ימי הספקים (DPO)

Days Payable Outstanding – DPO

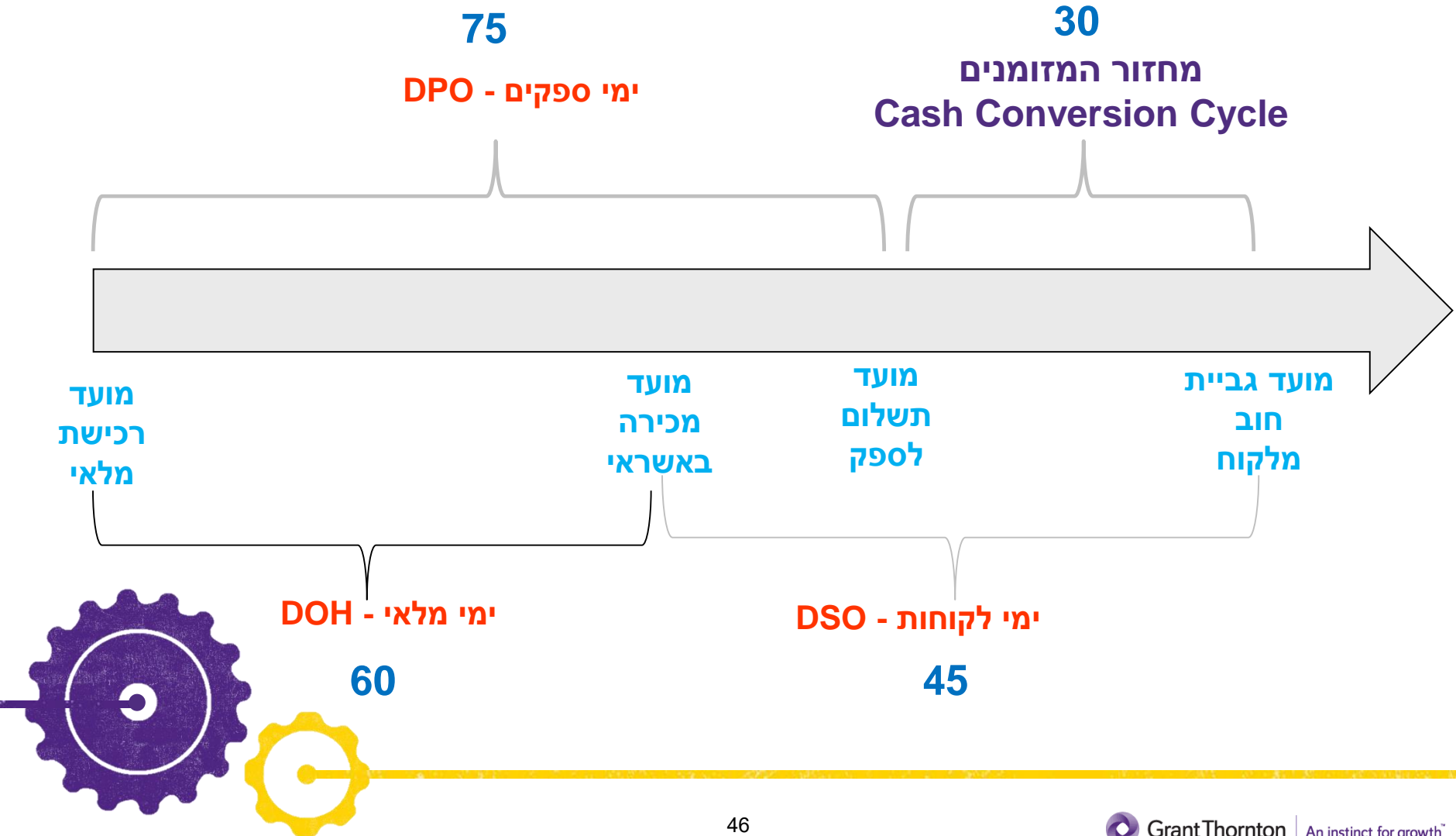
- מספר הימים שהחברה ממתינה בממוצע עד שהיא פורעת את ההתחייבויות לספקים.
- יש לקחת את יתרת הספקים בנטרול מע"מ.

$$\text{ימי הספקים} = \frac{\text{ממוצע י.פ. וי.ס. של ספקים} \times 365 \text{ ימים}}{\text{עלות המכירות} \times (1 + \text{שיעור המע"מ})}$$



# מחזור המזומנים

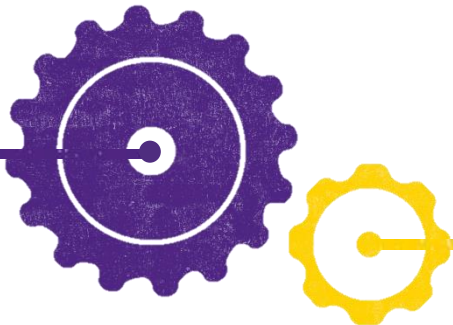
מחזור המזומנים:  $(DOH + DSO) - DPO$



# תזרים מזומנים

## דוגמא: דו"ח מקוצר של תזרימי מזומנים (באלפי ש"ח)

5	4	3	2	1	
(2,000)	4,000	8,000	1,000	(2,000)	תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת
(1,000)	(2,000)	(4,000)	(5,000)	(10,000)	תזרימי המזומנים מפעילות השקעה
2,000	(1,000)	(4,000)	4,000	12,000	תזרימי המזומנים מפעילות מימון
<b>(1,000)</b>	<b>1,000</b>	-	-	-	<b>עליה (ירידה) במזומנים ובשווי מזומנים</b>



# תזרים מזומנים

## תזרים פרמננטי

הכנסות והוצאות  
שאינן כרוכות  
בתזרימי מזומנים

+

רווח/(הפסד) לפי  
דוח רווח והפסד

=

תזרים פרמננטי

**או:**

תזרים מפעילות  
שוטפת

-

שינויים בסעיפי  
רכוש והתחייבויות  
(הפרשי עיתוי)

=

תזרים פרמננטי



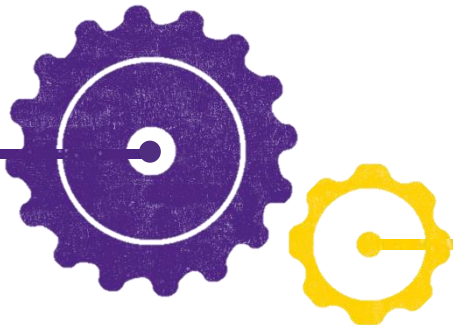
# תזרים מזומנים

## דוגמא לחישוב תזרים פרמננטי

חברה ג'	חברה ב'	חברה א'	
8,000	7,000	7,000	רווח נקי לפי דוח רווח והפסד
2,000	4,000	3,000	הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בתזרימי מזומנים
(1,000)	(2,000)	(1,000)	שינויים בסעיפי רכוש והתחייבות
<b>9,000</b>	<b>9,000</b>	<b>9,000</b>	<b>תזרים מפעילות שוטפת</b>

### חישוב תזרים פרמננטי

8,000	7,000	7,000	רווח נקי לפי דוח רווח והפסד
2,000	4,000	3,000	הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בתזרימי מזומנים
<b>10,000</b>	<b>11,000</b>	<b>10,000</b>	<b>תזרים פרמננטי</b>





# דוגמא לחישוב ה-EBITDA:

הערות	חברה ב'	חברה א'	באלפי ש"ח
	1,000	1,000	הכנסות
	(600)	(600)	עלות המכירות
סה"כ פחת והפחתות 130	400	400	<b>רווח גולמי</b>
	(150)	(150)	הוצאות מכירה ושיווק והנה"כ
	250	250	<b>רווח תפעולי (EBIT)</b>
	50	=	הכנסות אחרות
	300	250	<b>רווח תפעולי לאחר הכ' אחרות</b>
	(40)	(40)	הוצאות מימון
	260	210	<b>רווח לפני מסים על הכנסה</b>
	(60)	(45)	מסים על הכנסה
	200	165	<b>רווח נקי מפעילות נמשכת</b>
	(35)	=	הפסד מפעילות שהופסקה
	165	165	<b>רווח נקי</b>

קיימת חשיבות להגדרה המשפטית של מונח ה-EBITDA

<b>רווח תפעולי + פחת והפחתות</b>	<b>380</b> שונה	<b>380</b> זהה	<b>EBIT+DA</b>
<b>רווח נקי + מימון + מס + פחת והפחתות</b>	<b>395</b>	<b>380</b>	<b>E+(B)+I+T+D+A</b>

$$165 + 60 + 40 + 130 = 395$$

$$165 + 45 + 40 + 130 = 380$$

$$250 + 130 = 380$$