

ניתוח דוחות כספיים



ניתוח דוחות כספיים

הבהרת המושג ושטח העיסוק של מנתחי דוחות כספיים

הדוחות הכספיים הינם אינפורמציה המשודרת ע"י החברה למשתמשים חיצוניים כגון בעלי מניות, משקיעים פוטנציאליים, מלווים ואחרים. אינפורמציה זאת מוגדרת כרלוונטית במידה והיא משפיעה או יכולה להשפיע על קבלת החלטות ע"י אותם משתמשים. כיוון שהאינפורמציה מתפרסמת בדרך של דוחות כספיים המודפסים על גבי נייר, יש צורך בקריאת הדוחות הכספיים ובהטמעתם. ניתוח דוחות כספיים ממלא תפקיד זה. כאשר אנו מנתחים דוחות כספיים אנו עוסקים בעצם ב"קליטת" האינפורמציה המשודרת אלינו. חשוב להבין כי הדוחות עצמם (כאוסף של מספרים וביאורים מילוליים) הינם חסרי כל משמעות עבור המשתמשים. מה שהופך את הדוחות הכספיים לרלוונטיים הוא תהליך הטמעתם, או, במילים אחרות, הפרשנות הניתנת להם ע"י המשתמש.

דרישת האינפורמציה שונה בין משתמשים שונים. מלווה לחברה זקוק לאינפורמציה שתסייע לו בהערכת יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה. בעלי מניות בחברה ומשקיעים פוטנציאליים מעוניינים באינפורמציה שתסייע להם בקבלת החלטת השקעה במניות החברה. עובדי החברה מעוניינים באינפורמציה שתעזור להם להעריך את יכולת החברה להמשיך ולהעסיקם בעתיד ולהגדיל את משכורתם. שלטונות מס הכנסה מעוניינים באינפורמציה לצורך קביעת חבות המס וכו'. לרשות כל המשתמשים הנ"ל עומד אותו דו"ח כספי.

שים לב כי המשתמשים השונים מעוניינים בעיקר בתשובות לשאלות שנוגעות לאירועים עתידיים:

- מה יהיה הרווח הנקי בשנה הבאה ובשנים שאחריה?
- מה תהיה יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה בעתיד?

הדוחות הכספיים לעומת זאת עוסקים באינפורמציה מן העבר. לכן, קיים צורך בהסקת מסקנות מן העבר לצורך עריכת תחזית לעתיד.

האינפורמציה החשבונאית מהווה רק חלק מהאינפורמציה הקיימת לגבי החברה. מקורות אחרים לאינפורמציה ציבורית הם:

- דיווחים לרשות ניירות הערך
- תשקיפים שפרסמה החברה
- הודעות לעיתונות שפורסמו ע"י החברה
- קטעי עיתונות שפורסמו על החברה ופעולותיה
- "רכילות" ומידע לא בדוק על החברה המועברים מפה לאוזן

לא ניתן איפוא לעסוק בחיזוי תוצאות כספיות בעתיד תוך שימוש בדוחות הכספיים בלבד אלא יש לבחון בזהירות את כל האינפורמציה הציבורית על החברה.

ניתוח הדוחות הכספיים הוא איפוא מקצוע שעוסק בהסקת מסקנות ועריכת תחזית לעתיד תוך שימוש בדוחות הכספיים ואינפורמציה אחרת שידועה על החברה ופעולותיה. כיון שלא קיימים כללים מדויקים להסקת מסקנות ועריכת תחזית לעתיד על בסיס "התערובת" העשירה של המידע הקיים, ניתוח דוחות כספיים מהווה יותר אמנות מאשר מקצוע. זאת גם הסיבה המדויקת לקושי בהוראת נושא זה.

מטרת הדיווח הפיננסי ולמי הוא מיועד

היקף הניתוח הפיננסי ורמת הפירוט שלו תלויים בשאלה למי הוא מיועד. יש מספר קבוצות -

1. כל דרגי הניהול- מנהלים צריכים לקבל ניתוח מדויק ובזמן כדי להגיב נכון ובזמן מאחר ובכלכלה היום גורם הזמן הוא גורם מכריע.

2. בעלי מניות קיימים ופוטנציאליים - צריכים לספק להם מידע על יציבות החברה, רמת צמיחה, רמת סיכון ורווחיות על מנת שיבחנו טיב המנהלים ורווחיות המניה. ניתוח כזה יכול להשוות תוצאות למטרות שהוצבו וקביעה באיזה רמה בוצעו המטרות.
3. בנקים ונותני אשראי אחרים - מעוניינים להבטיח לעצמם את תשלומי הריבית השוטפים ואת החזרי הקרן העתידיים, לכן הדגש אצלם הוא נזילות העסק בטווח הארוך והקצר.
4. עובדים וועדי עובדים - מעוניינים לדעת את מצב לשם דרישות של השתתפות ברווחים או בדיקת המניות או האופציות שברשותם.
5. רשויות ממשלה - רשויות מס, מענקי השקעות.
6. לקוחות וספקים - בודקים אם לחברה יש יכולת החזרת חובות.
7. פירמות מתחרות - להשוות את עצמם למתחרים.

הבנת הסביבה הכלכלית בה פועלת החברה

שלב ראשון בניתוח דוחות כספיים הוא לימוד והבנת הסביבה הכלכלית בה פועלת החברה. על מנת הדו"ח הכספי להבהיר לעצמו שאלות שנוגעות לקשרי הגומלין בין החברה לסביבה בה היא פועלת, כגון:

- באילו ארצות פועלת החברה?
- מהו המטבע העיקרי בו מבצעת החברה את פעולותיה?
- באיזה ענף (או ענפים) פועלת החברה? מהו המצב הכלכלה בארץ בה פועלת החברה?
- מהי מדיניות הממשלה לגבי הענפים בהם פועלת החברה?
- מהו נתח השוק של החברה בענפים בהם היא פועלת?
- האם החברה פועלת בשוק תחרותי?
- האם החברה נהנית מהגנה מתחרות חופשית?
- מיהם בעלי המניות העיקריים של החברה?

כל אלה הינם דוגמאות לשאלות חשובות שנוגעות ליחסים בין החברה לסביבה הכלכלית בה החברה פועלת. הבנת יחסים אלה הינה אבן יסוד לניתוח הדוחות הכספיים.

מקורות המידע על חברה

לפני הפנייה למקורות נבדוק את מבנה הבעלות והאיתנות של החברה, האם מדובר בעסק בינ"ל או שייכות לסקטור ציבורי, מאחר ותשובות על כך יתנו תשובות לשאלות אחרות חשובות אשר ילמדו על אופי העסק והמקורות שבהם ימצא מידע עליו.

מקורות המידע הם:

1. תשקיף לגיוס הון - תשקיף כזה המופיע רק לפני הנפקה בבורסה כולל מידע רב על החברה ועל תוכניותיה העתידיות.
2. דוחות כספיים, דו"ח דירקטוריון וביאורים נלווים - בנוסף למידע הכלול בדוחות, כולל דו"ח הדירקטוריון ניתוח של ההנהלה ומידע על שינויים שביצעו המנהלים בחברה.
3. דו"ח רו"ח של החברה - דעת רו"ח (במיוחד נושא העסק החי) חשובה.
4. נתוני מקרו כלכליים וענפיים - פרסום הלשכה לסטטיסטיקה, דוחות בנק ישראל, סקר חברות וציפיות, פרסומי משרדי ממשלה, פרסומי מחלקות כלכליות ומחקריות בבנקים וכל מיני איגודים שמייצגים ענפים.
5. דוחות תקופתיים לרשות לני"ע ולבורסה.

6. חברות שאינן נסחרות בבורסה - פרסומי עיתונות בעיקר.

7. קשר ישיר - יצירת קשרים עם מנהלים.

לימוד המדיניות החשבונאית של החברה

לפני שמתחילים לעסוק בכלים טכניים שמסייעים בנייתוח הדוחות הכספיים, יש ללמוד את המדיניות החשבונאית של החברה ולבחון כיצד יישמה החברה את מדיניותה בשנה השוטפת. על המנתח לשאול את עצמו האם הוא מסכים עם דרך הטיפול וההצגה החשבונאית של דברים מסויימים. לדוגמא: עסקאות עם בעלי עניין, שינוי במדיניות חשבונאית, טיפול בשינויי אומדן, פעולות שהופסקו ופריטים מיוחדים.

לדוגמא, נניח כי דו"ח רווח והפסד מציג רווח בלתי רגיל כתוצאה ממחילת חובות. כמו כן, זקפה החברה הוצאות של מחיקת מלאי מת גם לפריטים בלתי רגילים. על קורא הדו"ח הכספי לשאול את עצמו, האם דרך טיפול זאת נראית לו.

לכאורה, אין לזקוף הוצאות הקשורות במחיקת מלאי ובחובות רעים לפריט בלתי רגיל. אם דרך הטיפול לא נראית לקורא, עליו לבצע את ההתאמות הנדרשות לדוחות הכספיים לפני שהוא מתחיל לחשב יחסים כמותיים.

חשוב להבין כי אין מדובר בהכרח בטעויות חשבונאיות בדוחות הכספיים אלא בחילוקי דיעות לגבי טיפול והצגת פריטים מסויימים. התיקון שנערך בדוחות הינו רק לצורכי ניתוח הדוחות מנקודת מבטו של המנתח.

ניתוח דוחות כספיים - כלים טכניים

עריכת דוחות כספיים חזויים לתקופות הבאות:

כיוון שמקבלי החלטות למיניהם מעוניינים בעיקר בתשובות הנוגעות למשתנים עתידיים (כגון: מצב הנזילות בעתיד, הרווח בעתיד וכדומה) הרי שהדרך הטובה ביותר לענות על שאלות אלה היא באמצעות עריכת תחזית לדוחות כספיים בעתיד.

תחזית הדוחות צריכה להתבסס על הדוחות הכספיים בהווה ובעבר וכן על כל האינפורמציה שיש לעורך התחזית על החברה. נקודת המפתח בעריכת התחזית היא חיזוי מחזור ההכנסות. אם יהיה בידינו חיזוי אמין של מחזור ההכנסות, הרי שניתן להעריך את עלות המכירות, רמת הלקוחות החייבים, רמת המלאי ומשתנים חשבונאיים אחרים, בהתבסס על תחזית ההכנסות.

תוך כדי עריכת התחזית, צצות ועולות בדרך כלל נקודות חשובות בהכנת הדוחות הכספיים. לדוגמא, אם החברה הצליחה בשנה השוטפת לפרוע הלוואות לזמן ארוך אך ורק תודות למכירת מקרקעין, הרי שבעת עריכת תחזית תזרים המזומנים לשנים הבאות תצוץ הנקודה, לדוגמא, כי לחברה צפויה בעיה של מימון פרעון הלוואות בשנים הבאות בגלל שאין יותר מקרקעין למכירה והמזומנים מפעולות לא יספיקו לפרעון הלוואות.

עצם הניסיון לעריכת תחזית תורם להבנה עמוקה יותר של הדוחות הכספיים. ייתכן כי ניתן להגיע לאותה רמה של הבנה ולאותן מסקנות גם ללא ניסיון לעריכת תחזית אלא שעריכת תחזית הינה דרך טכנית שמבטיחה כי בדרך זאת יעלו ויתגלו כל הבעיות שקשורות עם רווחיות החברה, נזילותה, איתנותה הפיננסית וכדומה.

ניתוח השוואתי

ניתוח השוואתי הינו השוואה בין נתונים חשבונאיים של התקופה השוטפת לאלה של תקופות קודמות. מתוך השוואה בין התקופות ניתן להבחין בשינויים שחלו ולנסות להביןם.

ניקח לדוגמא מקרה בו חלה ירידה ברמת המלאי. ייתכן כי רמת המלאי ירדה מפני ש...:

- החברה שיפרה את תהליכי הייצור ותכנן רמת המלאי

אז

- נמחק סוף סוף מלאי "מת" שהיה צריך להימחק כבר בשנים קודמות

אז

- החברה לא ייצרה למלאי בגלל ירידה צפויה בביקוש

אז

- יש מחסור במזומנים לרכישת חומרי גלם ולתשלום הוצאות ייצור
- מנתח הדוחות צריך איפוא לאתר את הסיבה לירידה במלאי. לאור אפשרויות שונות למשמעות השינויים, ההשוואה בין השנים צריכה להיעשות במסגרת אינפורמציה נוספת על החברה ופעולותיה ותוך הצלבת פיסות מידע שונות.

ניתוח אחוזים

אחד הכלים להגדלת המובנות של הדוחות הכספיים הוא ניתוח באחוזים. ניתוח זה מבוצע בדרכים הבאות:

1. הצגת המאזן באחוזים (כל פריט במאזן מוצג כאחוז מתוך סך המאזן).
 2. הצגת דו"ח רווח והפסד באחוזים (כל פריט מוצג כאחוז מהמכירות).
 3. מדידת הגידול באחוזים של משתנה חשבונאי (כגון מכירות, עלות מכירות, הוןחוזר וכדומה) בין שנים עוקבות.
- ניתוח באחוזים מקנה מימד נוסף לקליטת האינפורמציה בדוחות הכספיים באמצעות "זריקת" הגדלים המוחלטים, מקבל קורא הדוחות תמונת מצב שנקלטת יותר טוב מאחר והיא כוללת פחות נתונים ומשליטה סדר מסויים בנתונים, ייתרון נוסף לניתוח באחוזים הוא זיהוי מהיר של תנודות על פני הזמן ויכולת השוואה עם חברות אחרות שפועלות באותו ענף.

ניתוח מגמות בדוחות

מאזן

ניתוח המגמות במאזן יכול להצביע על מגמות בפעילות החברה הקשורות במלאי, אשראי, הלוואות, רכוש קבוע, מזומנים, כלומר המגמות העיקריות בסעיפי הנכסים, התחייבויות והון עצמי. הניתוח יבוצע כך ש- 100% יהיו סך הנכסים (כתוצאה גם מהתחייבויות והון עצמי יהיו 100%). ניתוח המאזן יצביע לדוגמא על -

- 1) גידול במלאי - מצביע על מכירות שירדו.
- 2) גידול האשראי - מצביע על מכירות בכל מחיר (מבצעים) שמדליקות נורה אדומה.
- 3) גידול בהלוואות לזמן קצר - מראה על חברה בקשיים.
- 4) גידול ברכוש קבוע - מראה על התפתחות החברה.

דו"ח רווח והפסד

ניתוח המגמות כאן הוא בעל חשיבות גדולה יותר מניתוח המאזן, מאחר והניתוח נועד לסייע באיתור המגמות העיקריות בסעיפי ההוצאות ולא יותר מכך.

ניתוח כזה מאפשר לאתר נקודות תורפה או נקודות חוזק במערכת ההוצאות של החברה ואת הסיכון של הרווחיות. הניתוח יבוצע כך שסך המכירות (ההכנסות התפעוליות) יהיו 100% ונבדוק כל מדד יחסית אליו. חישוב כזה מאפשר לנטרל שינויים שחלו בהיקף הפעילות של החברה ולאפשר בכך השוואה של עלויות ורווח לאורך זמן. בדרך זו כל עלייה או ירידה בהוצאות בולטת לעין ומאפשרת לזהות את הסיבה לשינוי ברווחים.

ניתוח הדו"ח יצביע לדוגמא על -

- 1) גידול בהוצאות הנהלה וכלליות - מצביע על התרחבות החברה, התחזקותה.
- 2) גידול בהוצאות מימון - יצביע על כך שנפגעה מהשינויים במדדים ובריביות.

ניתוח המגמות לאורך זמן -

בשלב זה אנו בודקים את המגמות בין הדוחות ב- 3 שנים האחרונות, כלומר אנו לא בודקים את המגמה של הדו"ח עצמו, אלא משווים את המגמה שזיהינו כבר לשנים קודמות. ניתוח דו"ח רוה"פ באחוזים נועד לאפשר השוואה טובה יותר בין נתוני השנים.

השוואה של נתוני החברה החברה עם ממוצעים ענפיים

- לא ניתן לקבוע מהו רווח גולמי או תפעולי סביר מאחר ולכל ענף יש את התנאים שלו לכן נשווה את הנתונים עם ממוצעים ענפיים.
- כדי שלממוצע הענפי תהיה משמעות הוא חייב לכלול בתוכו מספר גדול יחסית של חברות עם מאפייני פעילות, גודל, עובדים, קווי מוצרים ומקורות מימון זהים פחות או יותר לחברה המנותחת.

סיכום

ע"י ניתוח המגמות בדוחות ניתן להבין את הקווים הראשוניים ותמונת המצב שבו נמצאת החברה. על מנת להגיע למסקנות רחבות יותר ומבוססות יותר יש צורך למידע נוסף, בעיקר חיצוני כדי לבצע ניתוח פיננסי.

דו"ח תזרים מזומנים

א. מובנות דו"ח תזרים מזומנים

המובנות של דו"ח כספי הינה חשובה כיוון שבלעדיה אין הדו"ח שימושי למקבלי החלטות. אלא שמובנות אינה תלויה רק במכין הדו"ח. היא תלויה גם בקורא הדו"ח, אשר צריך להתמצא בעסקים וכלכלה וצריך ללמוד את האינפורמציה בזהירות ראויה. הוועדה לתקנים בינלאומיים מוסיפה כי אין להימנע ממתן אינפורמציה רלוונטית רק מפני שלמשתמשים מסויימים היא קשה להבנה.

ב. "שורה תחתונה"

ההנחה כי לכל דו"ח צריכה להיות "שורה תחתונה" אינה הגיונית. תיאור פריט בעל יותר ממימד אחד לא יכול להתבצע ע"י מדידה חד-מימדית. שלושת המימדים החשובים של הדו"ח על תזרימי המזומנים הינם תזרימי המזומנים מפעילויות שוטפות, מפעילויות השקעה ומפעילויות מימון.

מטרת דו"ח תזרים המזומנים איננה לספק "שורה תחתונה" אלא לסייע בהבנת מכלול פעולותיה של החברה. הבעיה העיקרית שקיימת בניתוח דוחות כספיים (ניתוח דו"ח רווח והפסד) שההכנסות וההוצאות הם לא על בסיס מזומן ואם כך ייתכן שהחברה מרוויחה אבל היא לא מסוגלת לפרוע את חובותיה כי אין לה מזומן, ולהיפך, ייתכן שחברה מפסידה מבחינה חשבונאית אבל מצבה מצויין מבחינת תזרים המזומנים שלה. ולכן, דו"ח תזרים מזומנים פוצל ל- 3 נושאים:

- 1) תזרים מזומנים מפעילות שוטפת - משקף את הרווח החשבונאי על בסיס מזומן. רווח כזה צריך להיות חיובי.
- 2) תזרים מזומנים מפעילות השקעה - משקף את הכספים שהחברה מוציאה על מנת להגדיל את ההשקעות. אחד הסממנים לחברה צומחת (בחברה צומחת נהייה סלחנים יותר בהתחלה לגבי הפסדים כי משקיעים בגידול החברה) ההשקעות גבוהות מהפחת, ההשקעה המינימלית של חברה כל שנה היא לפחות הפחת כדי להחזיר את השקיעה. כמו כן, בתזרים מפעילות השקעה גם משקפים תמורה ממכירת נכסים.
- 3) תזרים מזומנים מפעילות מימון - שם נשקף מצד אחד גיוס כספים ע"י הנפקת מניות ואג"ח. מצד שני פרעון וקבלת הלוואות, תשלום דיבידנדים והנפקת מניות הטבה.

ג. תרומה להבנה כוללת של החברה

מטרת ניתוח הדוחות הכספיים איננה לחשב "יחסים פיננסיים" אלא להבין את מכלול פעולותיה של החברה כדי לאפשר צפי מדויק יותר של תוצאות הפעולות בעתיד. לכן, אין להסיק מסקנות מדו"ח זה או אחר אלא ממכלול הדוחות הכספיים.

לדוגמא: נניח כי תזרים המזומנים מפעילות שוטפת הינו שלילי. האם זה רע או טוב? כדי להגיע למסקנה נכונה יש לבחון את המאזן ודו"ח רווח והפסד ולבדוק האם מדובר בחברה שצומחת או בחברה שדועכת. בדרך כלל, כאשר חברה נמצאת בצמיחה מהירה, תזרים המזומנים מפעילויות שוטפות הינו שלילי כיוון שהחברה משקיעה מזומנים במלאי ובלקוחות. לעומת זאת, אם מדובר בחברה שאיננה צומחת, הרי שתזרים מזומנים שלילי מפעילויות שוטפות הינו סימן רע. יש לבדוק יותר לעומק מה הסיבה לתזרים השלילי.

- האם חלה ירידה במכירות?
- האם ימי האשראי ללקוחות הינו גבוה ביחס לימי האשראי מספקים?
- האם יש בזבוז בהוצאות ההנהלה והכלליות?

באופן דומה, אם תזרים המזומנים מפעילויות שוטפות הינו חיובי: האם זה טוב או רע? ייתכן כי התזרים הינו חיובי בגלל שלחברה יש ירידה בביקושים למוצרים וכתוצאה לא יצרה למלאי בתקופה השוטפת. ניתן לראות זאת באמצעות המאזן אשר מציג ירידה מהותית ברמות המלאי, וכן, בדו"ח רווח והפסד נראה ירידה בהיקף המכירות. דו"ח תזרים המזומנים מוסיף להבנה הכוללת של החברה בכך שהוא "משדר" איתותים שיש לבדוקם תוך הצלבת מקורות שונים של אינפורמציה. מתוך מחקרים בנושא של "פשטית רגל" מסתבר כי תזרים מזומנים שלילי בחברה שאיננה צומחת הינו אכן סימן אזהרה.

ד. שלושת המימדים של דו"ח תזרים המזומנים יוצרים תבנית

בניתוח הדוחות הכספיים יש לשים לב גם לתבנית הכוללת שמצייר דו"ח תזרים המזומנים בשלושת המימדים: פעילות שוטפת, פעילות השקעה ופעילות מימון. לדוגמא, חברה שנמצאת בדעיכה חוסכת בדרך כלל בהשקעות בצידוד חדש, ומממנת את פעולותיה באשראי לזמן קצר (כיוון שאינה מסוגלת לגייס כספים באשראי לזמן ארוך). לכן, חשוב לשים לב לשילוב ה"איתותים" של שלושת חלקי דו"ח תזרים המזומנים. שלושת איתותים אלה בצירוף הבנה של המאזן ודו"ח רווח והפסד מעניקים למנתח הדו"ח הכספי הבנה עמוקה של מה שקורה בחברה.

ה. הערכת נזילות החברה

תזרים מזומנים יכול לסייע גם בהערכת נזילות החברה: המאזן עצמו נותן רק תמונת מצב סטטית של נכסים שוטפים והתחייבויות שוטפות. תזרים המזומנים מספק נתונים על "ייצור" המזומנים בפעילות העסקית. לכן, הוא מסייע בהערכת יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה.

ו. תזרים המזומנים כסימן לאיכות הרווחים על בסיס צבירה

מאפיין איכותי חשוב של הדו"ח על תזרימי המזומנים הינו שהוא בלתי רגיש למדיניות החשבונאית של החברה ולשינויים בה. לכן, זרמי המזומנים משמשים גם כסימן לאיכות הרווחים החשבונאיים על בסיס צבירה. במילים אחרות, הנהלת החברה יכולה אולי להגדיל את הרווח החשבונאי ע"י הגדלת המלאי, הקטנת הוצאות פחת, היוון הוצאות וכדומה. אבל המזומנים הם מזומנים הם מזומנים.

ז. נקודות נוספות

- תזרים המזומנים בשילוב הדוחות האחרים מסייע בהערכת זרמי המזומנים של החברה בעתיד. לכן, הוא תורם משמעותית להערכת שווי החברה כעסק חי.
- תזרים המזומנים מפעילויות שוטפות אמור להיות חיובי כדי לספק מקור של מזומנים לפעילויות השקעה ולחלוקת דיבידנד לבעלי המניות. לכן, אם תזרים המזומנים מפעילויות שוטפות הינו שלילי, יש לבדוק את הסיבות לכך (דעיכה עסקית או אולי צמיחה).

- תזרים המזומנים מפעילויות השקעה מפרט את השקעותיה של החברה בניירות ערך, בציוד ומכונות ובחברות אחרות. ניתן ללמוד ממנו על מדיניות ההשקעות של החברה וכן ניתן לבדוק את נאותות ההשקעות במכונות וציוד ביחס להוצאות הפחת.
- מתזרים המזומנים מפעילויות השקעה ניתן לראות אם החברה מימנה את פעולותיה או את החזר הלוואות ע"י מימוש מסיבי של רכוש והשקעות, מימוש שלא יוכל לחזור בעתיד. מקרה כזה שולח איתות על מצוקת מזומנים.
- מתזרים המזומנים מפעילויות מימון ניתן ללמוד על מבנה המימון של הפירמה. האם היא שומרת על מנוף פיננסי קבוע? הערכת מחיר ההון הינו אלמנט חשוב בהערכת שווי החברה.
- מתזרים המזומנים מפעילויות מימון ניתן לאבחן קשיים של החברה בגיוס אשראי זול לזמן ארוך. דבר זה בולט אם יש גידול ניכר במשיכת יתר לצורך פרעון הלוואות לזמן ארוך.
- ניתוח תזרים מזומנים מתבטא גם בשוני ענפי, בחברה מסחרית יהיה קל יותר להשיג תזרים מזומנים חיובי בעוד לחברה תעשייתית לוקח זמן ארוך יותר.
- חברה הנמצאת למשל בתהליך של צמיחה והרחבת פעילות תתקשה לייצר תזרים מזומנים חיובי מהפעילות השוטפת שלה, שכן בשלבי הצמיחה היא זקוקה לכספים רבים לצורך הרחבת היקף האשראי ללקוחות החדשים ולצורך הרחבת מגוון וכמות הפריטים של המלאים שלה. במקביל היא צריכה בתקופת הצמיחה כספים רבים לצורך השקעה במבנים, מכונות וציוד. כתוצאה מכך, היא נאלצת לקחת עוד הלוואות לגיוס הון עצמי ולצמצם את הרזרבות הכספיות העומדות לרשותה תוך הגדלת רמת הסיכון הפיננסי בה היא פועלת. לעומת זאת, חברה מבוססת ורווחית נהנית בד"כ מתזרים מזומנים חיובי מפעולות שוטפות אך זה לא מובטח תמיד.

יחסים פיננסיים

יחסים פיננסיים מהווים כלי שימושי להבנת הדוחות הכספיים. בכל ענף תעשייתי או מסחרי, קיימים יחסים אופייניים בין משתתפים חשבונאיים שונים. יחס פיננסי מסויים אינו קבוע אלא מתפלג על פני החברות באותו ענף עם ממוצע וסטיית תקן. בכל ענף קיים ממוצע שונה שמאפיין את השימוש ברכוש קבוע, הון חוזר והון אנושי בתהליך הייצור. ישנם ענפים שהינם עתירי נכסים וישנם ענפים שהינם עתירי הון אנושי. במילים אחרות, לכל ענף כלכלי יש "פונקציית ייצור" מסויימת שקובעת את היחסים בין גדלים שונים בתהליך ייצור הרווח.

ניתוח יחסים פיננסיים מחייב מתן פירוש ליחסים הפיננסיים ולשינויים שחלו בהם, תוך השוואה בין היחסים שהתקבלו עבור החברה לממוצעים באותו ענף. יש לזכור, כי השימוש בכלי זה צריך להיעשות בזהירות, במסגרת השימוש בכל הכלים האחרים ומתוך הבנת פעולותיה של החברה ויחסי הגומלין של החברה עם הסביבה הכלכלית בה היא פועלת.

היחסים הפיננסיים יכולים להיווצר מכמה צורות:

- (1) היחסים שבין סעיפים למאזן, כגון: הון עצמי / נכסים = החלק של הבעלים במימון הנכסים.
- (2) היחסים ביו סעיפים שונים בדו"ח רוה"פ. כגון - רווח נקי/מכירות = רווח נקי על כל שקל שמכרנו.
- (3) היחסים שבין סעיפים שונים במאזן לבין סעיפים בדו"ח רוה"פ. כגון - רווח נקי/הון עצמי = תשואה על ההון העצמי.
- (4) היחסים שבין סעיפים בדוחות הכספים לבין נתונים שאינם מופיעים בדוחות. כגון - מכירות/מס' עובדים = מכירות לעובד.

ניתוח היחסים הפיננסיים נועד לסייע בהבנת המגמות העיקריות בפעילות החברה תוך דגש על נושאים כמו - הרווחיות, רמת הסיכון, מבנה ההון, יעילות התפעול, רמת הנזילות, כושר פירעון הלוואות וכדומה.

בחירת היחסים הפיננסיים

לפני שמחשבים יחסים פיננסיים יש להגדיר מספר דברים:

1. למי מיועד הניתוח - בעלי מניות, מנהלים, בעלי חוב וכדומה.
2. מה רוצים להשיג בכל חישוב בפני עצמו - כגון, לשם בקשה להלוואה נציג כושר פירעון חובות טוב.
3. לבדוק האם לא חושבו כבר יחסים פיננסיים אשר נותנים בדיוק את אותה תוצאה שמבוקשת.
4. לא כל הנתונים החשובים נכללים בדוחות, מדובר בעיקר בדברים שנגרמים ע"י גורמים חיצוניים, כגון: מדיניות כלכלית של הממשלה, מצב המשק, התפתחות טכנולוגית בענף, מגמות בשוק המט"ח, אינפלציה, וכדומה.

יחסי נזילות

יחסי נזילות בודקים קודם כל את יכולת החברה לעמוד בהתחייבותה ולהתמודד עם לחצים פיננסיים בלתי צפויים בטווח הקצר בעיקר, אך גם בטווח הארוך, ומידע זה חשוב מאוד לגורמים פנימיים ובעיקר חיצוניים. יש מספר יחסי נזילות:

$$1. \text{ יחס שוטף} = \frac{\text{רכוש שוטף}}{\text{התחייבויות שוטפות}}$$

יחס זה חייב להיות מעל אחד מאחר ולא ייתכן מצב שלא נוכל לפרוע התחייבויות שוטפות שממומשות. אך מצד שני, קשה לקבוע מהו יחס שוטף טוב, מאחר והדבר תלויי בענף בו החברה פועלת, ברמת הסיכון שהיא לוקחת, במבנה ההון שלה ובטיב הקשרים שלה עם הבנקים, המשקיעים, הממשלה וכדומה. לכן, יש צורך להשוות יחס זה לאורך שנים ולחברות דומות בענף כדי להסיק עליו מסקנות.

$$2. \text{ יחס מהיר} = \frac{\text{מזומנים} + \text{ני"ע סחירים} + \text{חייבים לזמן קצר}}{\text{התחייבויות שוטפות}}$$

מלאי הוא נכס שוטף בעייתי. מאחר שאין התחייבות שנצליח למכור את כל המלאי במשך שנה, לכן אנו מנקים אותו מנכסים שוטפים כדי למצוא יחס נזילות מדויק יותר.

$$3. \text{ רמת הנזילות המיידית} = \frac{\text{מזומנים ושווי מזומנים} + \text{ני"ע סחירים}}{\text{התחייבויות שוטפות}}$$

$$4. \text{ יחס אורך הנשימה} = \frac{\text{נכסים נזילים}}{\text{תחזית יומית לפעילות שוטפת}}$$

יחס זה מראה את מספר הימים שתוכל פירמה לתפקד במצב הנוכחי, כלומר ללא גיוס הון נוסף. נכסים נזילים כוללים: מזומנים, חייבים, פקדונות לזמן קצר ובטחונות סחירות.

$$5. \text{ הון חוזר נטו ביחס לסך מאזן} = \frac{\text{הון חוזר נטו}}{\text{סך הנכסים}}$$

הון חוזר נטו מוגדר כהפרש בין נכסים שוטפים של החברה לבין ההתחייבויות השוטפות שלה. ככל שההפרש גדול יותר, אזי היחס גדול יותר וזה יראה שהחברה תוכל להתמודד עם לחצים פיננסיים. לעומת זאת, יחס שלילי יצביע לנו על חברה בתהליכי הידרדרות.

6. יחסי תזרים מזומנים:

קיימים מספר יחסים -

$$א. \text{ תזרים מזומנים מפעילות שוטפת} = \frac{\text{תזרים מזומנים מפעילות שוטפת}}{\text{סך המכירות}} = \text{כמה אחוז מכל שקל מכירות הרווחתי במזומן}$$

$$ב. \text{ תזרים מזומנים מפעילות שוטפת} = \frac{\text{תזרים מזומנים מפעילות שוטפת}}{\text{סך הנכסים (ממוצע)}} = \text{כמה אחוז הרווחתי על כל שקל נכס קיים}$$

$$ג. \text{ תזרים מזומנים מפעילות השוטפת} = * \frac{\text{תזרים מזומנים מפעילות השוטפת}}{\text{תשלומי ריבית והצמדה}}$$

* היחס מראה אם הרווח השוטף גבוה מתשלומי הריבית וההצמדה. כלומר, יחס גדול מ-1 מצביע כי החברה מסוגלת לממן את עלויות המימון בגיו האשראי שקיבלה. לעומת זאת, יחס קטן מ-1 או יחס שלילי, מראה כי לחברה יש בעיה במימון השוטף של האשראי שהיא קיבלה.

יחסי רווחיות

אחד המדדים החשובים לבחינת הצלחה או כישלון של חברה עסקית הוא הרווח. משום כך, יש חשיבות רבה הן לניתוח הרווחיות של החברה בעבר והן לניתוח סיכויי הרווחיות שלה בעתיד.

חברה שרווחיה התפעוליים נמצאים במגמת ירידה יכולה לממש לקראת סוף השנה רכוש קבוע או השקעות ואז יהיו רווחי הון שיופיעו בהכנסות אחרות והרווח הנקי יגדל. משום כך רצוי להשתמש בנתונים השוואתיים ברווח התפעולי ולא ברווח הנקי אחרי מס ובכך לנטרל את השינויים בסעיפי הפרשה למסים ובסעיפי הכנסות והוצאות חד-פעמיים.

היחסים העיקריים לניתוח

$$1. \text{ יחס הרווח הנקי למכירות} = \frac{\text{רווח נקי}}{\text{מכירות}}$$

מראה לנו כמה נשאר לנו מכל שקל אחד של מכירות.

שים לב כי יחס נמוך יותר אינו בהכרח אומר כי החברה "פחות טובה". לדוגמא: ייתכן כי החברה הגדילה מאוד את המכירות ע"י עבודת משמרות והגדילה בסך הכל את הרווח הנקי למרות שאחוז הרווח הנקי מתוך המכירות נהיה קטן יותר.

$$2. \text{ (ROA) יחס רווח נקי לסך נכסים} = \frac{\text{רווח נקי}}{\text{סך נכסים (ממוצע)}}$$

יחס זה מודד את כושר ייצור הרווח של נכסי החברה במובן הבא: כמה שקלים של רווח נקי הניבה השקעה של שקל אחד בנכסים. כאשר יחס זה משתנה, יש לבדוק האם הוא השתנה כתוצאה מירידה בהכנסות או כתוצאה משינוי באחוז הרווח הנקי מתוך המכירות. במילים אחרות, שים לב כי:

$$\frac{\text{רווח נקי}}{\text{מכירות}} \times \frac{\text{מכירות}}{\text{סך נכסים}} = \frac{\text{רווח נקי}}{\text{סך נכסים}}$$

לכן, שינוי ביחס הרווח הנקי לנכסים יכול להיות כתוצאה מירידה במכירות (ביחס לנכסים) או מירידה בשיעורי הרווח הנקי (או משניהם).

$$3. \text{ (ROE) יחס רווח נקי להון עצמי ממוצע} = \frac{\text{רווח נקי}}{\text{הון עצמי ממוצע}}$$

יחס זה מודד את התשואה החשבונאית על ההון הפנקסי הממוצע של החברה. יש להזהר בפרשנות הניתנת ליחס זה מאחר ונעשה בו שימוש בהון הפנקסי ולא בשווי השוק ההוגן של החברה.

$$4. \text{ שיעור הרווח הגולמי} = \frac{\text{רווח גולמי}}{\text{סך מכירות}}$$

יחס זה מצביע על הרווחיות הבסיסית של החברה, כאן בעצם מוגדרים תנאי הסחר. כל ניתוח דוחות חייב לכלול את השוואות שיעור הרווח הגולמי יחסית לשאר החברות בענף.

$$5. \text{ שיעור הרווח התפעולי} = \frac{\text{רווח תפעולי}}{\text{מכירות}}$$

יחס זה נועד כדי לנטרל משיעור הרווח הגולמי את השפעת הדברים החד-פעמיים שקרו בחברה.

7. תשואת המנוף הפיננסי = התשואה להון עצמי פחות התשואה על סך ההון (ROE-ROA)

יחס זה הוא ההפרש שבין שיעור התשואה שהחברה השיגה על ההון העצמי שלה, לבין שיעור התשואה על סך ההון של החברה (הון עצמי + הון זר).

ההפרש הנ"ל נובע מההפרש שבין התשואה שהחברה השיגה על ההון הזר לבין הריבית ששולמה בגין ההון הזר. המשמעות היא שככל שהתשואה על ההון העצמי יותר גבוהה, אזי היחס יהיה חיובי, כלומר הייתה הצדקה לקחת הלוואות.

רווח למניה (EPS)

קיימת שורה של יחסים פיננסיים המתייחסים לרווח או לדיבידנד למניה. יחסים אלה נהוגים בעיקר בנייתוח דוחות כספיים של חברות שמניותיהן נסחרות בבורסה ויש להן מחירי שוק.

$$1. \text{ רווח למניה} = \frac{\text{רווח נקי}}{\text{ערך נקוב של הון המניות הנפרע}}$$

שיעור הרווח למניה מחושב על בסיס ממוצע משוקלל של הון המניות הנפרע במשך השנה בערכים נומינליים, תוך התאמה למפרע בגין מניות הטבה.

החישוב הוא ל-1 ע.ג. ומוצג בסוף דו"ח רוה"פ לאחר סעיף הרווח הנקי. ככל שהרווח למניה גדול יותר, אזי השער של המניה בבורסה גבוה יותר.

$$2. \text{ ערך בספרים של המניה} = \frac{\text{ההון העצמי}}{\text{ערך נקוב של הון המניות הנפרע}}$$

אחת הדרכים לבחון אם מחיר מניה בבורסה גבוה או נמוך יחסית, היא להשוותו אל הערך בספרים של המניה. ערך המניה בבורסה יהיה גבוה יותר בד"כ מאחר שבספרים ערך נכסי החברה לא נכלל בחישוב, לכן למעשה הערך בספרים הוא מעין "גבול תחתון" של המניה בבורסה, מתחת לגבול זה לא כדאי להמשיך לסחור בבורסה.

$$3. \text{ שיעור הדוידנדים מהרווחים} = \frac{\text{דוידנדים שחולקו או הוכרזו}}{\text{סך הרווח בתקופה}}$$

משקיעים המעוניינים בדיבידנדים, יחפשו בנתוני העבר את היחס הזה כדי לדעת אם כדאי להם להשקיע מאחר והחברה בדרך כלל מחלקת דיוידנדים בהתאם לשיעור קבוע מהרווחים.

יחסים הקשורים להערכת חברה:

$$\frac{\text{מחיר מניה}}{\text{רווח למניה}} = \text{המכפיל}$$

$$\frac{\text{שווי שוק של מניות החברה}}{\text{הון עצמי}} = \text{שווי שוק להון עצמי}$$

ככל שהמכפיל ושווי השוק ביחס להון העצמי גבוהים יותר, מעיד הדבר על אופטימיות של משקיעים ביחס לגידול ברווחי החברה בעתיד.

השקעה בחברה שיש לה מכפיל גבוה עלולה להיות מסוכנת יותר כיוון שהערכת שווי החברה מתבססת על ציפיות לגידול בעתיד. במידה וציפיות אלה לא יתממשו (או שהמשקיעים יקבלו איתותים הרומזים כי הציפיות לא יתממשו)

מחיר המניה יכול. לכן, יש להרהר ברכישת מניות אשר מרכיב הציפיות בהן הוא גבוה. על המשקיע הרציונאלי לשאול את עצמו:

“האם אני שותף לאופטימיות זאת לאור האינפורמציה בידי?”

יחסי מבנה הון

חברה עסקית יכולה לממן את פעולותיה משני מקורות עיקריים:

1. הון עצמי - ההון של השותפים בחברה שכולל את יתרת הרווחים שעדיין לא חולקו.
 2. הון זר - כספי הלוואות הבנקים, אשראי ספקים ונושים אחרים.
- היחס שבין ההון הזר לבין ההון העצמי נקרא **מנוף פיננסי**, כלומר: ככל שחלקו היחסי של ההון הזר וסך המימון של החברה גדול יותר, ניתן לומר שהחברה משתמשת במנוף פיננסי גבוה ביותר.

שימוש במנוף פיננסי גבוה מביא להגדלת שיעור הרווח ביחס להון העצמי, כל זמן שהחברה מצליחה להשיג על השקעותיה תשואה הגבוהה מהריבית על הלוואות. אך, מנוף פיננסי גבוה טומן בחובו לא רק סיכויים לרווחים אלא גם סיכונים כבדים להפסדים. היחסים העיקריים לניתוח:

$$1. \text{ יחס התחייבויות לסך נכסים} = \frac{\text{התחייבויות לזמן קצר ולזמן ארוך}}{\text{סך מאזן (ממוצע)}}$$

יחס זה מודד את החלק בו ממומנת פעילות החברה ע"י מלווים. ככל שחלק זה גבוה יותר, גדלה שונות התשואה לבעלי המניות הרגילות וגדל גם הסיכון למלווים. שים לב כי יחס גבוה (מה שנקרא בשפת אנשי המימון "מנוף פיננסי" גבוה) עלול לגרום לבעלי המניות להשקיע בהשקעות מסוכנות יותר. אם יהיה רווח, אז בעלי המניות ייהנו מתשואה גבוהה יותר, אם יהיה הפסד ופשיטת רגל, יסבלו עמם בעלי אג"ח ושאר מלווים. גידול במנוף פיננסי גורם לגידול בתוחלת התשואה של בעלי המניות, אבל גם לגידול בשונות התשואה (גידול בסטיית התקן).

$$2. \text{ הון עצמי ביחס לסך נכסים} = \frac{\text{ההון העצמי}}{\text{סך מאזן (ממוצע)}}$$

$$3. \text{ ההון הזר ביחס להון העצמי} = \frac{\text{התחייבויות לזמן קצר ולזמן ארוך}}{\text{הון עצמי (ממוצע)}}$$

יחסי כיסוי

יחסי כיסוי הם יחסים פיננסיים הבוחנים את האיתנות הפיננסית של החברה ע"י הערכת יכולת הכיסוי של תשלומי החוב הצפויים (ריבית או קרן וריבית) ע"י הרווח התפעולי לפני מימון ומסים או ע"י תזרים מזומנים מפעולות שוטפות (לפני תשלומי ריבית).

$$1. \text{ יחס כיסוי הוצאות מימון} = \frac{\text{רווח לפני הוצאות מימון}}{\text{הוצאות מימון}}$$

יחס זה מודד את מרווח הבטחון שקיים לחברה. יחס גבוה מצביע על כך כי גם אם ירד הרווח של החברה, עדיין הרווח הנקי יהי חיובי. יחס זה עלול להטעות מאחר והוא מתבסס על רווח חשבונאי ולא על תזרים מזומנים. לצורך בדיקת הנזילות בטווח הקצר, כדאי לבדוק גם את היחס הבא:

$$2. \text{ תזרים מזומנים מפעולות שוטפות לפני תשלום הוצאות מימון} = \frac{\text{הוצאות מימון שישולמו במזומן}}{\text{תזרים מזומנים מפעולות שוטפות לפני תשלום הוצאות מימון}}$$

א:

$$3. \text{ תזרים מזומנים מפעולות שוטפות ביחס לסל המימון} \leftarrow \frac{\text{תזרים מזומנים מפעולות שוטפות לפני ריבית תשלומי קרן וריבית צפויים בתקופה קרובה}}{\text{תשלומי קרן וריבית צפויים בתקופה קרובה}}$$

רצוי ששלושת היחסים יהיו גדולים מאחד (בייחוד השלישי, מאחר והוא מדבר על התקופה הקרובה ביותר).

יחסי היעילות התפעולית

יחסי היעילות התפעולית מתמקדים בבחינת הנכסים השוטפים של החברה, בעיקר במלאי ולקוחות המשפיעים באופן ישיר על הרווחיות.

ככל שהחברה מחזיקה יותר מלאים ונותנת יותר אשראי ללקוחות, כך גדלות הוצאות המימון שלה ורווחיה יורדים במקביל. בנוסף לגידול בהוצאות מימון, יהיה גידול בהוצאות אחסנת המלאי העודף ובהוצאות ניהולו ורישומו, וכך יגרמו הפסדים כתוצאה מהתיישנות המלאי. כמו כן, יגדלו ההוצאות הקשורות בגבייה מלקוחות ויגרמו יותר הפסדים מחובות אבודים.

ישנן מספר קבוצות של מדדים:

1. יחסי הלקוחות

אנו אומרים שהיקף האשראי שניתן ללקוחות הוא פונקציה של היקף המכירות, כך שגידול באשראי יביא לגידול בלקוחות. לכן, נמדוד זאת במספר מדדים:

$$\text{מהירות המחזור של לקוחות} = \frac{\text{מכירות באשראי}}{\text{ממוצע לקוחות}}$$

מהירות המחזור של הלקוחות מודדת את מספר ימי האשראי הממוצע שניתן ללקוחות. ככל שמהירות המחזור יותר גדולה, מספר ימי האשראי יותר קטנים.

$$\text{ימי אשראי לקוחות} = 365 * \frac{\text{ממוצע לקוחות}}{\text{מכירות}}$$

מספר ימי האשראי מודד איפוא את מידת הנזילות של הלקוחות החייבים.

2. יחסי מלאי

גם המלאי, כמו לקוחות, הוא פונקציה של המכירות, אך המלאי רשום במאזנים במחירי עלות ייצור (חברה תעשייתית) או במחירי קנייה (חברה מסחרית) ואילו המכירות רשומות במחירי שוק, כלומר לא ניתן להשוות בין המדדים בשל בסיס עלות שונה. לכן נשווה את המלאי (כדאי שיהיה מלאי ממוצע לתקופה) לעלות המכר. כמו בלקוחות, גם כאן יש מספר מדדים:

יחס המלאי

נרצה שהיחס יהיה נמוך, אבל לא נמוך מדי.

$$\text{יחס מלאי} = \frac{\text{ממוצע מלאי}}{\text{עלות המכר}}$$

$$2. \text{ מהירות המחזור של מלאי} = \frac{\text{עלות המכירות}}{\text{ממוצע מלאי}}$$

מהירות המחזור של המלאי מודדת את המהירות שבה נמכר המלאי.

3. מספר הימים הממוצע למכירת המלאי ניתן לחישוב בדרך הבאה:

$$\text{יחס מהיר} = \frac{\text{ממוצע מלאי}}{\text{עלות המכירות}} * 365$$

גובה התוצאות שמחפשים תלוי בענף. צריך לבדוק את הביקוש בענף ולבדוק האם יהיה מחסור. באופן תיאורטי, עדיף שיחס המלאי יהיה כמה שיותר נמוך, שימי המלאי יהיו כמה שפחות משום שמדובר בעלויות אחזקת מלאי. כמו כן,

עדיף שמחזור המלאי יהי כמה שיותר גדול, **בכל מקרה יש להשוות לענף!**

שלושת המדדים הללו נותנים לנו את אותן תוצאות הניתוח העסקי.

בחברה תעשייתית יש מספר סוגי מלאי, לכן ישנן שתי צורות פעולה:

א. להתייחס לכל שלושת סוגי המלאים כמלאי אחד ולהציב.

ב. להציב במקום עלות המכר במלאי ח"ג את צריכת ח"ג בתקופה.

מדדי פעילות

$$\text{מהירות המחזור של הרכוש הקבוע} = \frac{\text{מכירות}}{\text{רכוש קבוע}}$$

יחס זה מודד את מידת הניצול של הרכוש הקבוע בייצור ההכנסות לדוגמא: מפעל שמעסיק עובדים גם במשמרת שנייה או שלישית מנצל את רכושו הקבוע יותר ממפעל זהה שלא עובד אלא במשמרת אחת.

$$\frac{\text{מכירות}}{\text{סך נכסים}} = \text{סך הנכסים של המחזור}$$

יחס זה מודד את מידת את ניצול הנכסים. יש להיזהר בפרשנות הניתנת ליחס זה. ייתכן כי הוא יהיה נמוך בגלל שלחברה יש השקעות בניירות ערך סחירים או במקרקעין.

מדדים שיווקיים (מדדי נילסן)

מדדים אלה אינם נלקחים מהדוחות בלבד. לצורך חישובם יש צורך לאסוף מידע נוסף, בד"כ מידע ענפי אשר לא מפורסם ע"י כל חברה אלא ע"י מוסדות ממשלתיים. אחד המדדים החשובים הוא -

$$\frac{\text{מכירות החברה}}{\text{סך המכירות בענף}} = \text{חלקה היחסי של החברה בשוק}$$

מדד זה למעשה נותן לנו את נתח השוק של החברה ולכן, ככל שהוא יותר גדול, אזי יותר טוב.

סיכום ניתוח דוחות

ניתוח הדוחות הוא תהליך של בחינה, הבחנה והשוואה של מידע הכלול בדוחות הכספיים של החברה לצורך הסקת מסקנות לגבי נושאים כגון - יכולת החברה לעמוד בהתחייבויות, היעילות והרווחיות לעומת מתחריה, ואיתור מגמות ונקודות מפנה במצבה הפיננסי של החברה ובתוצאות פעולותיה.

בבחינת הסיכונים המאפיינים את פעילות החברה, יש להתייחס לתלות אפשרית בספק בלעדי או בספקים עיקריים, תלות אפשרית בלקוח בודד או בלקוחות עיקריים, סיכונים קשורים לענף ולמשק (חשיפה ליבוא, הקטנת מענקים ממשלתיים, משבר בתעשיות שהן לקוחות החברה), סיכונים כלכליים ופוליטיים הקשורים לפעילות החברה במדינות זרות, סיכונים שער חליפין ולסיכונים כלכליים ועסקיים נוספים.

חשוב לבחון את היקף העסקאות של החברה עם צדדים קשורים ובעלי ענין ובעיקר בעלי שליטה מאחר שעסקאות כאלה הן בעייתיות, בשל חשיפתן לשיקולים שונים לקביעת תנאי העסקאות (לרבות המחיר והעיתוי לשלם). חשוב לבצע ניתוח השוואתי לחברות המתחרות בשוק, תוך התבססות על המדיניות החשבונאית המיושמת בחברה יחסית למתחריה.

עיקר העניין בניתוח הדוחות, הוא בדוחות הכספיים המאוחדים של החברה ולכן ננתח אותם ולא את הדוחות הלא מאוחדים. יחד עם זאת, חברות פועלות במספר תחומי פעילות שונים, ולכן יש קושי רב בניתוח הדוחות הכספיים שלהם הכוללים נתונים מצרפיים של פעילות שלעיתים הן שונות בתכלית בפרמטרים פיננסיים ותפעוליים רבים (ביאור בדוחות מפרט זאת).

תהליך הניתוח הוא תהליך אנליטי שמלמד אותנו על העבר וההווה של החברה ובעזרתו ניתן להסיק על העתיד, ובמקרים לא מעטים, תהליך זה מלווה בעריכת דוחות חזויים לתקופות עתידיות.

הכלים הטכניים הנפוצים ביותר והמקובלים ביותר הם ניתוח אחוזים וניתוח יחסים פיננסיים.

חשוב לזכור, כי היחסים הפיננסיים נותנים תמונת מצב מסויימת ליום המאזן ואינם מתייחסים לעסקות שייעשו בתקופה שלאחר יום המאזן. כמו כן, יחסים אלה ניתנים למניפולציות חשבונאיות לצורך ייפוי המאזן. לכן, בהערכה כוללת של נזילות החברה בטווח הקצר, יש להתייחס גם לתזרים המזומנים שצפוי לתקופה הקרובה.

להלן הדו"חות הכספיים של חברת דר בע"מ, באלפי ש"ח מותאמים של חודש דצמבר 1991:

מספר	בדצמבר 31		מאזנים :
	1990	1991	
	1,000	1,500	מוזמנים
(2)	4,333	1,667	לקוחות
	4,000	--	ניירות ערך סחירים
	6,000	2,000	מלאי
(3)	5,000	--	השקעות במקרקעין
(4)	30,000	28,000	מבנים, נטו
(5)	8,900	7,500	מכונות וציוד, נטו
	<u>59,233</u>	<u>40,667</u>	
	18,833	6,107	הלוואות ואשראי לזמן קצר
	1,500	500	ספקים
(6)	29,500	22,500	הלוואות לזמן ארוך
	10,000	10,000	הון מניות
	(600)	1,560	יתרת רווח (הפסד)
	<u>59,233</u>	<u>40,667</u>	
			דו"חות רווח והפסד:
	<u>1990</u>	<u>1991</u>	
	21,000	10,000	הכנסות:
	10,000	8,000	מכירת טרנספורמטורים
	--	1,800	שרותי אחסון
	--	200	ניירות ערך, נטו
	--	6,000	מימון, נטו
	--	--	רווחי הון, נטו
	<u>31,000</u>	<u>26,000</u>	
	--	--	
	15,750	7,500	הוצאות:
	8,200	8,500	עלות המכירות
	6,000	6,800	עלות שרותי אחסון
	4,800	--	הנהלה וכלליות
	--	1,040	ממון, נטו
	--	--	מסים
	<u>34,750</u>	<u>23,840</u>	
	--	--	
	(3,750)	2,160	רווח (הפסד) נקי לשנה
	<u>=====</u>	<u>=====</u>	

דו"חות על תזרימי המזומנים:

1990	1991	
		תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת:
(3,750)	2,160	רווח (הפסד) נקי לשנה
1,150	(634)	התאמות הדרושות כדי להציג את המזומנים מפעילות שוטפת*
(2,600)	1,526	
- - -	- - -	תזרימי מזומנים מפעילות השקעה:
(1,000)	(1,000)	רכישת מכונות וציוד
--	10,800	תמורה ממימוש השקעות במקרקעין
--	600	תמורה ממימוש מכונות וציוד
2,500	5,800	תמורה ממימוש ניירות ערך
1,500	16,200	מזומנים נטו שנבעו מפעילות השקעה
- - -	- - -	תזרימי מזומנים מפעילות מימון:
(6,500)	(8,000)	פרעון הלוואות לזמן ארוך
5,000	(9,226)	אשראי לזמן קצר מבנקים, נטו
(1,500)	(17,226)	מזומנים נטו ששימשו לפעילות מימון
- - -	- - -	
(2,600)	500	עליה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים
3,600	1,000	יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת שנה
1,000	1,500	יתרת מזומנים ושווי מזומנים לסוף שנה
=====	=====	
4,100	4,000	* התאמות הדרושות כדי להציג את המזומנים מפעילות שוטפת:
--	(6,000)	פחת
--	(1,800)	רווחי הון, נטו
1,000	(2,500)	הפסדים (רווחים) ממימוש ניירות ערך, נטו
(2,200)	2,666	שחיקת הלוואות לזמן ארוך
(2,500)	4,000	ירידה (עליה) בלקוחות
750	(1,000)	ירידה (עליה) במלאי
1,150	(634)	עליה (ירידה) בספקים
=====	=====	

באורים:

כללי - כל הנתונים הכספיים מובאים באלפי ש"ח מותאמים של חודש דצמבר 1991.

(1) החברה פועלת בשני ענפים:

(א) ייצור טרנספורמטורים;

החברה מיצרת ומוכרת טרנספורמטורים לחברת החשמל הלאומית.
 החברה הינה כיום היצרן היחיד בתחום זה במדינה ונהנית ממכסי מגן המונעים את כדאיות היבוא של מוצרים מתחרים בחו"ל.

(ב) שירותים:
 החברה מספקת שרותי אחסנת טובין ליבואנים באמצעות מחסני ערובה
 הנמצאים בבעלותה. בענף זה פועלות מספר חברות. בשנת 1991 נכנסו
 שתי פירמות חדשות לענף.

31.12.90	31.12.91	לקוחות:
3,500	1,667	חברת החשמל
833	--	יבואנים
<u>4,333</u>	<u>1,667</u>	
=====	=====	

(3) השקעה במקרקעין:
 החברה מימשה ביום 1.1.91 מקרקעין שעלותם היחה 5,000 אלפי ש"ח תמורת
 10,800 אלפי ש"ח.

31.12.90	31.12.91	מבנים:
60,000	60,000	עלות
(30,000)	(32,000)	פחת שנצבר
<u>30,000</u>	<u>28,000</u>	עלות מופחתת
=====	=====	

(א) שווי השוק של המבנים ליום 31.12.91, על פי הערכת שמאי - 29,000
 אלפי ש"ח.

(ב) 80% מהמבנים משמשים כמחסני ערובה. היתרה משמשת ביצור
 טרנספורמטורים וכמשרדי ההנהלה.

עלות מופחתת	פחת שנצבר	עלות	מכונות וציוד:
10,000	(10,000)	20,000	יתרה ל-1.1.90 תנועה בשנת 1990: רכישות הוצאות פחת
1,000	(2,100)	1,000	
(2,100)		--	
<u>8,900</u>	<u>(12,100)</u>	<u>21,000</u>	יתרה ל-31.12.90 תנועה בשנת 1991: רכישות גריעות הוצאות פחת
1,000	1,600	1,000	
(400)	(2,000)	(2,000)	
(2,000)			
<u>7,500</u>	<u>(12,500)</u>	<u>20,000</u>	יתרה ל-31.12.91
=====	=====	=====	

(6) הלוואות לזמן ארוך:
 ההלוואות צמודות לדולר של ארה"ב.
 להלן הרכב ההלוואות לפי זמני פרעון:

31.12.91	
6,000	שנה ראשונה (חלויות שוטפות)
7,500	שנה שניה
7,500	שנה שלישית
7,500	שנה רביעית
<u>28,500</u>	
=====	

(7) פרטים על שער חליפין ומדד המחירים לצרכן:

31 בדצמבר			
1989	1990	1991	
1.80=\$1	2.10=\$1	2.20=\$1	שער החליפין
190	215	245	מדד המחירים לצרכן

נדרש:

לנתח את הדוחות הכספיים של חברת דר בע"מ תוך התייחסות מפורטת לנושאים
 הבאים:

- א. סיכונים תפעוליים ועסקיים;
- ב. רווחיות החברה;
- ג. נזילות החברה.

א. הסביבה הכלכלית בה פועלת החברה

החברה פועלת בשני מגזרי פעילות: יצור טרנספורמטורים ושירותי אחסון ליבואנים (מחסני ערובה). בענף יצור הטרנספורמטורים החברה הינה יצרן יחיד בארץ. לחברה לקוח אחד בלבד הרוכש ממנה את הטרנספורמטורים (חברת חשמל) והחברה נהנית ממכסי מגן על יבוא טרנספורמטורים מחו"ל. בענף שירותי האחסון קיימת תחרות. בשנת 1991 נכנסו לענף שתי פירמות חדשות.

ב. נתונים השוואתיים של החברה

שינוי		גידול (קיטון)		באלפי שקלים		מאזנים :
ב - %	אלפי ש"ח	1990	1991	1990	1991	
50	500	1,000	1,500			מוזמנים
(61)	(2,666)	4,333	1,667			לקוחות
(100)	(4,000)	4,000	--			ניירות ערך סחירים
(67)	(4,000)	6,000	2,000			מלאי
(100)	(5,000)	5,000	--			השקעות במקרקעין
(7)	(2,000)	30,000	28,000			מבנים, נטו
(16)	(1,400)	8,900	7,500			מכונות וציוד, נטו
(31)	(18,566)	59,233	40,667			
(68)	(12,726)	18,833	6,107			הלוואות ואשראי לזמן קצר
(67)	(1,000)	1,500	500			ספקים
(24)	(7,000)	29,500	22,500			הלוואות לזמן ארוך
	2,160	10,000	10,000			הון מניות
		(600)	1,560			יתרת רווח (הפסד)
		59,233	40,667			
		=====	=====			
שינוי		גידול (קיטון)		באלפי שקלים		דו"חות רווח והפסד:
ב - %	אלפי ש"ח	1990	1991	1990	1991	
(52)	(11,000)	21,000	10,000			מכירת טרנספורמטורים
(52)	(8,250)	15,750	7,500			עלות המכירות
(52)	(2,750)	5,250	2,500			רווח גולמי - טרנספור'
(20)	(2,000)	10,000	8,000			שרותי איחסון
4	300	8,200	8,500			עלות שרותי איחסון
(16)	(1,700)	1,800	(500)			רווח גלמי - אחסון
(72)	(5,050)	7,050	2,000			הנהלה וכלליות
13	800	6,000	6,800			
(557)	(5,850)	1,050	(4,800)			רווח לפני הוצ' מימון

5,000	(4,800)	200	הכנסות (הוצ') מימון
(850)	(3,750)	(4,600)	רווח לאחר הוצ' מימון
1,800	--	1,800	ניירות ערך, נטו
6,000	--	6,000	רווחי הון, נטו
6,950	(3,750)	3,200	
1,040	--	1,040	מיסים
5,190	(3,750)	2,160	רווח (הפסד) נקי לשנה

ג. יחסים פיננסיים:

	1990	1991	
	0.75	0.78	יחס שוטף
	0.46	0.48	יחס מהיר (ללא מלאי)
ש"ח ימים	57.53	27.40	מוצע מכירות טרנספורמטורים ליום
	60.84	60.84	יחס לקוחות (חשמל) למוצע מכירות
ש"ח ימים	27.40	21.92	מוצע הכנסות מדמי אחסון ליום
	30.40	0.00	יחס לקוחות (אחסון) למוצע הכנסות
	0.84	0.72	התחייבויות לטן מאזן
	1.41	0.76	יחס מכירות טרנספורמטורים לרכוש קבוע *
	0.42	0.36	יחס הכנסות מאחסון לרכוש קבוע **
	25%	25%	אחוז רווח (הפסד) גולמי:
	18%	(6%)	טרנספורמטורים איחסון
	16.67%	4.76%	עליית הדולר
	13.16%	13.95%	עליית המדד

* הרכוש הקבוע המשמש ביצור טרנספורמטורים נאמד לפי סך מכוונות וציוד בתוספת 20% מהמבנים.

** הרכוש הקבוע המשמש ביצור ההכנסות מאחסון נאמד לפי 80% מהמבנים.

ד. סיכונים תפעוליים ועסקיים

בענף הטרנספורמטורים החברה מהווה יצרן יחיד מול לקוח יחיד. קיים סיכון גבוה כי ענף הטרנספורמטורים יפתח לתחרות ע"י חברת חשמל אשר תפנה ליצרנים שונים במסגרת מכרז בינלאומי. החברה נהנית מהגנת מכסי המגן אך קיים סיכוי סביר כי מכסים אלה יופחתו בעתיד בהתאם למדיניות הממשלה לטווח ארוך ושילובינו המקווה בשוק המשותף. בשנת 1991 חלה ירידה של 52% במכירות טרנספורמטורים לחברת חשמל. ירידה זאת מדגימה את הסיכון הרב בתלות בלקוח יחיד.

המסקנה היא כי החברה חייבת לפתח קו חדש של מוצרים כיוון שלאורך זמן לא תוכל להשען על מכירת מוצר אחד בלבד ללקוח אחד בלבד.

בענף שירותי האחסון החריפה תחרות המחירים עקב כניסת מתחרים נוספים לענף. ההכנסות משירותי אחסון ירדו ב-20%. יחס הלקוחות החייבים למוצאע הכנסות ליום בשירותי אחסון מצביע על העובדה המדאיגה כי ההכנסות משירותי אחסון בחודש דצמבר 1991 היו מזעריות. הירידה בהכנסות לא לוותה בירידה מקבילה בהוצאות שירותי האחסון (ההוצאות אף עלו ריאלית ב-4%) כיוון שהחברה לא צמצמה כנראה את מספר העובדים ואת מספר המבנים המופעלים. יחס ההכנסות מאחסון לרכוש הקבוע המשמש בשירותי האחסון עומד ברמה נמוכה ואף ירד בשנה זאת.

המסקנה היא כי החברה חייבת לצמצם באופן דחוף את ענף שירותי האחסון. על החברה לצמצם את מספר המבנים המופעלים ולחתוך בהוצאות שירותי האחסון ע"י הקטנת משכורות ופיטור עובדים מיותרים.

לחברה הלוואות לזמן ארוך עצמודות לדולר בסך כולל של 28,500 אלפי ש"ח ליום 31/12/91. אין לחברה נכסים דולריים. לכן, החברה חשופה לסיכון של פחות בשער החליפין של הדולר. בשנת 1991 נהנתה החברה משחיקת הדולר ביחס לעליית המדד אבל צפוי כי בשנת 1992 יתהפכו היוצרות. דהיינו, שיעור עליית שער החליפין יהיה גבוה משיעור עליית המדד.

בשנת 1991 ממשה החברה השקעות בני"ע ובמקרקעין על מנת לממן את פרעון ההלוואות. כיוון שלא נשארו נכסים עודפים הרי שקיימת סכנה מוחשית של חוסר יכולת לעמוד לפרוע ההלוואות בשנת 1992. כאמור לעיל יש לחברה קיבולת מיותרת של מבנים לשירותי אחסון. על החברה למכור את המבנים המיותרים ולהשתמש בתקבולים לפרעון ההלוואות. שווי השוק של המבנים, לפי הערכת שמאי, הינו 29,000 אלפי ש"ח. אם החברה תמכור מחצית מן המבנים שמשפיקים שירותי אחסון (40% מסך כל המבנים) יספק הדבר כ-11,600 אלפי ש"ח לפרעון הלוואות לזמן ארוך. בטווח הארוך חלק מהפירמות שקיימות בענף שירותי האחסון יצטרכו לצאת מהשוק. הוצאות ההנהלה וכלליות של החברה עלו ריאלית ב-13%. נראה כי החברה לא מעכלת את השינויים שחלו ואינה פועלת להקטנת תגורת השוון סביב מותניה. קיימת אס-כן סכנה כי הנהלת החברה תמשיך לפעול כעוור המהלך בארובה, דבר שיביא לפשיטת רגל בשנה הקרובה.

ה. רווחיות החברה

הרווח הנקי לשנה בסך 2,160 אלפי ש"ח לשנת 1991 (לעומת הפסד בסך 3,750 אלפי ש"ח) בשנת 1990 הינו נתון שיכול להטעות. ניתן לראות (ראה חלק ב' לעיל) כי בשנת 1991 היה הפסד של 4,800 אלפי ש"ח לפני הכנסות מימון ורווח ממימוש השקעות בני"ע ובמקרקעין. כיוון שצפוי כי הדולר יעלה ריאלית בשנת 1992 ולאור העובדה כי לא נשארו לחברה נכסי השקעה למכירה, הרי שתחזית התוצאות לשנה הבאה הינה הפסד של כ-5,000 אלפי ש"ח.

בענף הטרנספורטורים שמרה החברה על אחוז רווח גולמי של 25% אבל קיימת ירידה בנפח הפעילות ב-52%. כתוצאה מכך קטן הניצול של הרכוש הקבוע המשמש ביצור הטרנספורטורים.

בענף שירותי האחסון היה הפסד גולמי בסך 500 ש"ח. רמת ההכנסות ירדה - 20% ואילו רמת ההוצאות עלתה ב-4%. החברה לא השכילה לצמצם את מספר המבנים והעובדים בענף שירותי האחסון. כדי לשרוד בענף זה חייבת החברה למכור מיידיית כ-40% ממבני החברה ולצמצם את עלות שירותי האחסון (הקטנת משכורות ופיטורי עובדים). הוצאות ההנהלה וכלליות עלו ריאלית ב-13%. מ-6,000 אלפי ש"ח בשנת 1990 ל-6,800 אלפי ש"ח בשנת 1991. במקום לצמצם מסיבית הוצ' הנהלה וכלליות תפחו הוצאות אלה ריאלית מסיבה בלתי ברורה.

ו. נזילות החברה

היחס השוטף והיחס המהיר לא השתנו מהותית בשנת 1991 לעומת 1990 אך הם נמצאים ברמה נמוכה, מה שמצביע על בעיית נזילות בטווח הקצר.

עיון בדו"ח תזרים המזומנים מלמד כי סך המזומן מפעולות שוטפות היה חיובי תודות לירידה בלקוחות ובמלאי. במילים אחרות, החברה צמצמה את פעילותה והקטינה את השקעתה ברכוש שוטף. אם החברה תשמור על רמת הפעילות הנוכחית גם בשנה הבאה הרי תזרים המזומנים הצפוי מפעולות שוטפות הוא שלילי ברמה של כ-5 מיליון ש"ח.

לחברה הלוואות לזמן-ארוך בסך 22,500 אלפי ש"ח. בשנת 1991 עמדה החברה בתשלום החלויות השוטפות של הלוואות לזמן-ארוך ע"י מימוש השקעות בניירות ערך ומקרקעין. בשנת 1992 אין לחברה מקורות עצמיים לפרעון ההלוואה. האפשרות היחידה היא לפרוע את ההלוואות באמצעות הלוואות חדשות ובאמצעות מכירת חלק מהותי מהמבנים שמשמש את שירותי האחסון. קבלת הלוואות חדשות מהבנקים, אם בכלל, כרוכה בתוכנית הבראה. במסגרת תוכנית הבראה על החברה למכור חלק מהמבנים שמשמש את שירותי האחסון; לצמצם את מספר העובדים והמשכורות בכל הדרגות; ולפתח קו מוצרים חדש בענף החשמל.

להלן הדו"חות הכספיים של חברת הבושם בע"מ באלפי ש"ח מותאמים של חודש דצמבר 1993:

מאזן		
ליום 31 בדצמבר		
1992	1993	
5,500	180	מזומנים
8,250	7,070	לקוחות
10,200	6,600	מלאי
15,000	24,750	מכונות וציוד, נטו
<u>38,950</u>	<u>38,600</u>	
2,000	12,150	אשראי לזמן קצר
6,000	8,000	חלויים שוטפות של הלוואות לזמן ארוך
4,500	5,500	ספקים
15,000	9,000	הלוואות לזמן ארוך במטבע חוץ
15,000	15,000	הון מניות
(3,550)	(11,050)	יתרת הפסד
<u>38,950</u>	<u>38,600</u>	

דו"ח רווח והפסד לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר

1992	1993	
51,000	37,000	מכירות
23,400	22,900	עלות המכר
<u>27,600</u>	<u>14,100</u>	רווח גולמי
1,500	7,500	הוצאות מחקר ופיתוח
10,200	11,100	הוצאות מכירה
10,000	9,500	הוצאות הנהלה וכלליות
5,900	(14,000)	רווח (הפסד) תפעולי
(2,300)	(3,500)	הוצאות מימון
--	10,000	רווח הון
<u>3,600</u>	<u>(7,500)</u>	רווח (הפסד) לפני מסים
(1,080)	--	מסים על הכנסה
<u>2,520</u>	<u>(7,500)</u>	רווח (הפסד) נקי לשנה

דו"חות על תזרימי המזומנים
לשנה שנסתיימה ביום 31 בדצמבר

1992	1993	
2,520	(7,500)	תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת: רווח (הפסד) נקי לשנה התאמות הדרושות כדי להציג את תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת (נספח א'):
5,340	1,800	מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת (ששימשו לפעילות שוטפת)
7,860	(5,700)	תזרימי מזומנים מפעילות השקעה: תמורת מימוש יזע, מכונות וציוד השקעה במכונות וציוד
--	13,000	מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה
(2,000)	(18,000)	
(2,000)	(5,000)	
(4,000)	(4,770)	תזרימי מזומנים מפעילות מימון פרעון הלוואות לזמן ארוך אשראי לזמן קצר מבנקים, נטו מזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון (ששימשו לפעילות מימון)
2,000	10,150	
(2,000)	5,380	
3,860	(5,320)	עליה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת שנה
1,640	5,500	
5,500	180	יתרת מזומנים ושווי מזומנים לגמר שנה
=====	=====	
		נספח א' התאמות הדרושות כדי להציג את המזומנים מפעילות שוטפת:
-	(10,000)	רווח הון, נטו
5,800	5,250	פחת
(1,000)	770	שחיקת הלוואות לזמן ארוך
(1,000)	1,180	ירידה (עליה) בלקוחות
500	3,600	ירידה (עליה) במלאי
1,040	1,000	עליה בספקים
5,340	1,800	
=====	=====	

נתונים נוספים :

כללי - כל הנתונים הכספיים מובאים באלפי ש"ח מותאמים של חודש דצמבר 1993.

להלן מידע נוסף שפורסם ב-1 במרס 1994 במסגרת הדו"חות הכספיים של החברה וסקירת
ההנהלה לדו"חות כספיים אלו:

1. החברה פועלת בענף הקוסמטיקה. החברה קשורה בהסכם לזמן ארוך עם ספק אנגלי המייצר עבורה מוצרי קוסמטיקה על פי נוסחאות שפותחו במעבדות החברה. החברה מייבאת את מוצרי הקוסמטיקה ואורזת אותם במפעלה הממוקם בתל-אביב. עד ה-30 ביוני 1993 החברה שיווקה שני קווי מוצרים: קו מוצרי טיפוח לגבר בשם "הרקולס" וקו מוצרי טיפוח לאשה בשם "ונוס". ביום 30 ביוני 1993 מכרה החברה את הידע, המכונות והציוד ליצור קו מוצרי "הרקולס" לחברה מתחרה תמורת 13,000 אלפי ש"ח. על פי הסכם המכירה התחייבה החברה שלא לשווק מוצרי טיפוח לגבר במהלך 5 השנים הבאות.
2. ב-1 בינואר 1993 הוריד משרד האוצר את המכסים על יבוא מוצרי קוסמטיקה ב-75%.
3. בעקבות הגברת התחרות בענף ותלונות שהתקבלו במשרד לאיכות הסביבה לפיהן אריזות מוצרי החברה אינן ניתנות למיחזור, החליטה החברה בתחילת שנת 1993 לפתח קו מוצרי טיפוח חדש לאישה בשם "אפרודיטי". קו המוצרים החדש יושלם על פי הערכות הנהלת החברה במהלך חודש אפריל 1994. הנהלת החברה מתכננת להתחיל במהלך חודש אפריל 1994 במסע פירסום רחב היקף בישראל להחזרת קו המוצרים החדש ולהתחיל לשווקו במקביל לקו מוצרי "ונוס" במהלך חודש מאי 1994. על פי הערכות בהנהלה העובדה לפיה קו המוצרים החדש הינו "ידידותי לאיכות הסביבה" תקנה לחברה יתרון משמעותי על מתחריה.
4. כהערכות לקראת הפעלת קו ייצור מוצרי "אפרודיטי" רכשה החברה ב-31 באוקטובר 1993 מכונות אריזה חדשות בעלות של 18,000 אלפי ש"ח. מכונות אלו טרם הופעלו נכון לתאריך פרסום הדו"חות הכספיים (1 באפריל 1994).
5. ב-1 במאי 1994 הודיעה החברה בדיווח מיידי על הפסקת ייצור מוצרי "ונוס" עקב אי כדאיות כללית ועל התחלת שיווק מוצרי "אפרודיטי" החדשים.
6. מכונות וציוד נטו - הסעיף מורכב ממכונות אריזה המופחתות על פני 6 שנים.
7. המלאי ליום 31 בדצמבר 1993 מורכב ממוצרי "ונוס" בלבד.
8. ההלוואות לזמן ארוך צמודות לדולר.
9. מכירות החברה אינן מושפעות מעונתיות ומתפלגות באופן אחיד על פני השנה.
10. התפלגות מכירות החברה על פי קווי מוצרים:

	1992	1993	
			מכירות:
	21,000	15,000	מוצרי הרקולס
	30,000	22,000	מוצרי ונוס
	<u>51,000</u>	<u>37,000</u>	
			עלות המכר:
	9,400	7,500	מוצרי הרקולס
	14,000	15,400	מוצרי ונוס
	<u>23,400</u>	<u>22,900</u>	

11. התפלגות מכירות החברה על פי אזורים גיאוגרפיים :

1993			
צפון אפריקה	אירופה	ישראל	
13,300	12,000	11,700	מכירות
8,800	6,000	8,100	עלות המכר
4,500	6,000	3,600	רווח גולמי
=====	=====	=====	
1992			
צפון אפריקה	אירופה	ישראל	
16,500	15,000	19,500	מכירות
10,900	7,500	5,000	עלות המכר
5,600	7,500	14,500	רווח גולמי
=====	=====	=====	

א. המכירות לצפון אפריקה הן לחברת "הורייזן" המשמשת כמשווק בלעדי של מוצרי החברה באזור. חברת "הורייזן" היא בבעלות מלאה של בעל השליטה בחברת "הבושם".

ב. המכירות לאירופה הן לרשת חנויות מייסנגדיל הפועלת ברחבי אירופה.

ג. השיווק בישראל נעשה ישירות על ידי החברה לבתי כלבו, מספרות ובתי מרקחת.

נדרש

- לנתח את הדו"חות הכספיים של החברה תוך התייחסות מפורטת לנושאים הבאים :
- א. סכונים תפעוליים ועסקיים.
 - ב. רווחיות.
 - ג. נזילות.

1. חברת "הבושם" (להלן - החברה) שווקה שני קווים של מוצרים. קו מוצרים אחד נמכר וקו מוצרים שני נסגר בגלל ירידה ברווחיות. החברה השקיעה סך כ- 24 מליון במכונות אריזה חדשות ובפיתוח קו מוצרים חדש לאישה. השקעות אלה והפסדי שנת 1993 הביאו את החברה למשבר נזילות חמור. חובותיה השוטפים של החברה לבנקים מגיעים לסך 20 מליון, וברור כי החברה לא תוכל לעמוד בהתחייבותיה ללא כניסה של שותף חדש שישקיע הון נכבד.
2. בחודש מאי 1994 התחילה החברה לשווק את קו המוצרים החדש "אפרודיטי" אך לא ברור מה תהיה הצלחתו של קו המוצרים החדש. קו המוצרים החדש אמנם "ידידותי לסביבה" אבל לא ברור עד כמה עניין זה מהווה גורם חשוב במכירות המוצר. לאור הפחתת המכסים על יבוא מוצרי קוסמטיקה ב- 75% החברה חשופה לתחרות מצד מגוון עשיר של מוצרים מיבוא.
3. להחדרת קו המוצרים החדש "אפרודיטי" תצטרך החברה להשקיע סכומים נוספים. ברור כי החברה לא תוכל לממן את ההשקעה הנוספת שנדרשת ללא גיוס הון. לאור אי הוודאות בקשר עם המוצר החדש ולאור התחרות הגוברת בתחום הקוסמטיקה, לא ברור אם אכן תצליח החברה לגייס את ההון הנדרש.
4. החברה קשורה בהסכם לזמן ארוך עם ספק אנגלי המיצר עבורה מוצרי קוסמטיקה על פי נוסחאות שפותחו במעבדות החברה. תלות זו ביצרן האנגלי מהווה סיכון תפעולי.
5. החברה מכרה את קו המוצרים לגבר "הרקולס" והתחייבה שלא לשווק מוצרי טיפוח לגבר במהלך 5 השנים הבאות. התחייבות זאת "סגרה" שוק שלם של מוצרי טיפוח לגבר בפני החברה.
6. הרכוש הקבוע במאזן החברה ל- 31.12.93 כולל מכונות אריזה חדשות בסך 18 מליון עבור קו המוצרים החדש, ומכונות אריזה ישנות בערך מופחת של 6.75 מליון. נראה כי מכונות האריזה הישנות הינן ללא תועלת לאור ההחלטה להפסיק את קו המוצרים הישן "וונוס".
7. מלאי החברה ל- 31.12.93 מורכב ממוצרי קו "וונוס" שנסגרו לאחר תאריך המאזן. לא ברור מה שווי המימוש הנקי של מלאי זה לאור הפסקתו של קו היצור.
8. ההלוואות לזמן ארוך (כולל חלויות שוטפות) בסך כולל של 17,000 אלפי ש"ח הינן צמודות לשער הדולר. החברה לשינויים בשער החליפין מאחר ורוב הכנסותיה אינן בדולרים אלא בשקלים או במטבעות אירופאיים. רק כשליש מהכנסות החברה בשנים 1992 ו- 1993 הינו יצוא לצפון אמריקה.
9. המכירות לצפון אמריקה הן לחברת "הורייזון" המשמשת כמשווק בלעדי של מוצרי החברה באזור. חברת "הורייזון" היא בבעלות מלאה של בעל השליטה בחברת "הבושם". עניו זה עלול להרתיע משקיע פוטנציאלי מלהכנס להשקעה בחברה מחשש להברחת רווחים דרך צינור שיווק זה.
10. המכירות לאירופה הינן לרשת חנויות "מייסנגדיל". קיים סיכון כי רשת זו תוריד מהמדפים את מוצרי החברה.

ב. רווחיות החברה

1. ראשית יש לציין כי תוצאות הפעולות בשנים 1992 ו-1993 אינן מלמדות הרבה על רווחיות החברה בעתיד. חברת "הבושט" סגרה קו יצור אחד ומכרה קו יצור אחר, כך שבשנת 1994 היא עומדת ללא שום מוצר וותיק אלא עם קו יצור חדש ("אפרודיטי") שלא ברור מה תהיה רווחיותו בעתיד.
2. תוצאות הפעולות של שנת 1993 מצביעות על הרעה נכרת לעומת שנת 1992. החשיפה לתחרות מצד יבוא גרמה להפחתה נכרת במכירי המכירה (במיוחד בישראל) ובהיקף המכירות. מכירות החברה ירדו מ-51 מיליון ל-37 מיליון (ירידה של 27%) ועלות המכירות ירדה מ-23.4 מיליון ל-22.9 מיליון (ירידה של 2%). היציבות היחסית של עלות המכירות מצביעה על כך שהחברה סבלה מקיטון מסיבי במחירי המכירה.
3. החברה סיימה את שנת 1993 עם הפסד תפעולי של 14 מיליון לעומת רווח תפעולי של 5.9 מיליון בשנת 1992. גם אם ננטרל את הגידול בהשקעה במחקר ופיתוח של קו המוצרים החדש נקבל כי ההפסד התפעולי לשנת 1993 הינו 8 (=14-6) מיליון.
4. הוצאות המימון גדלו מ-2.3 מיליון ל-3.5 מיליון. למרות הקיטון במכירות לא קטנו הוצאות המכירה אלא להיפך. דבר זה מלמד על מאמץ שיווקי תוך הפחתת מחירים וכמויות. הוצאות ההנהלה והכלליות לא קטנו מהותית והתוצאה הכוללת הייתה הפסד בשנת 1993 (לפני רווח הון ממכירות קו היצור ולפני מסים על ההכנסה) בסך 17.5 מיליון ש"ח לעומת רווח בסך 3.6 מיליון בשנת 1992.
5. ניתוח המכירות ועלות המכירות לפי יעדי מכירות:

אלפי ש"ח		%
ישראל:		
שינוי במכירות	(7,800)	(40%)
שינוי בעלות מכירות	3,100	62%
אירופה:		
שינוי במכירות	(3,000)	(20%)
שינוי בעלות מכירות	(1,500)	(20%)
צפון אמריקה:		
שינוי במכירות	(3,200)	(19%)
שינוי בעלות מכירות	(2,100)	(19%)

ניתוח זה מצביע על ירידה של כ-20% בהיקף הכמויות שנמכרו בחו"ל. בישראל המכירות ירדו ב-40% ואילו עלות המכירות גדלה ב-62%.

לא ברור מה הסיבה לירידה בהיקף המכירות בחו"ל. בישראל ברור כי החברה מכרה כמויות גדולות יותר במחירי נמוכים.

1. ההתחייבויות השוטפות ליום 31.12.93 הן 25.6 מיליון והנכסים השוטפים 13.8 מיליון. האשראי לזמן קצר וחלויות שוטפות של הלוואות לז"א נכללים בהתחייבויות השוטפות בסך 20.1 מיליון. ברור כי החברה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה ללא כניסה של שותפים חדשים אשר ישקיעו עשרות מיליונים.
2. החברה הצליחה לפרוע הלוואות לזמן ארוך בשנת 1993 ע"י גידול באשראי לזמן קצר מבנקים. ההון העצמי של החברה הצטמק משמעותית לכדי 3.95 מיליון, ולאור הפסדיה וחוסר הוודאות לגבי המוצר החדש לא תוכל החברה לקבל הלוואות חדשות לזמן ארוך.
3. מלאי החברה ל- 31.12.93 בסך 6.6 מיליון מורכב ממוצרי קו "וונוס" שנסגר לאחר תאריך המאזן. לא ברור מה שווי המימוש הנקי של מלאי זה לאור הפסקתו של קו היצור. סביר להניח כי שווי המימוש של המלאי נמוך מערכו הפנקסני ולא ברור מה מידת נזילותו. לכן, הדבר מחריף את בעיית הנזילות של החברה.
4. ידרשו מזומנים נוספים להשקעה בפרסום להחדרת המוצר החדש ("אפרודיטי") בשנת 1994. שוב, לא ברור מהיכן יגיעו מזומנים אלה.

שאלה 3

חברת טלי בע"מ (להלן: "החברה") הינה חברה מסחרית העוסקת במכירת ציוד משרדי ללקוחות פרטיים ועסקיים. מנייתה של החברה נסחרת בבורסה לניירות ערך בת"א. להלן המאזנים של החברה לתאריכים 31.12.1998, 31.12.1999 ו- 31.12.2000. נתונים בדבר שווי השוק של החברה במועדים אלו ודוחות רווח והפסד וייעוד רווחים של החברה לשנים שנסתיימו בתאריכים 31.12.1999 ו- 31.12.2000. כל הנתונים הם באלפי ₪ של חודש דצמבר 2000.

31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	
35,000	30,000	20,000	מזומנים ושווי מזומנים
40,000	25,000	5,000	ניירות ערך סחירים
40,000	60,000	70,000	לקוחות
55,000	70,000	100,000	מלאי
145,000	120,000	100,000	רכוש קבוע
10,000	9,000	8,000	רכוש אחר
<u>325,000</u>	<u>314,000</u>	<u>303,000</u>	
=====	=====	=====	
25,000	40,000	50,000	אשראי לזמן קצר מתאגידים
65,000	55,000	45,000	ספקים
100,000	100,000	120,000	אגרות חוב
<u>190,000</u>	<u>195,000</u>	<u>215,000</u>	
50,000	50,000	50,000	הון מניות וקרנות הון
85,000	69,000	38,000	עודפים
<u>135,000</u>	<u>119,000</u>	<u>88,000</u>	
<u>325,000</u>	<u>314,000</u>	<u>303,000</u>	
=====	=====	=====	
150,000	125,000	70,000	שווי שוק של החברה לתאריך המאזן
=====	=====	=====	

לשנה שנסתיימה בתאריך

31.12.1999	31.12.2000	
250,000	280,000	מכירות
(200,000)	(225,000)	עלות מכירות
50,000	55,000	רווח גולמי
(11,000)	(15,000)	הוצאות מכירה ושיווק
(7,000)	(10,000)	הוצאות הנהלה וכלליות
32,000	30,000	רווח תפעולי
(12,000)	(16,000)	הוצאות מימון
20,000	14,000	רווח לאחר הוצאות מימון
--	(12,000)	הוצאות אחרות(*)
20,000	2,000	רווח לפני מסים על ההכנסה
(4,000)	(800)	מסים על ההכנסה (**)
16,000	1,200	רווח נקי לשנה
85,000	69,000	עודפים – יתרת פתיחה
(32,000)	(32,200)	דיבידנד שהוכרז וחולק
69,000	38,000	עודפים – יתרת סגירה
=====	=====	

* הוצאות אחרות בשנת 2000 נובעות מהפסד ממכירת מגרש.
 ** בשנת 1998 הפסידה החברה סכום של 10,000 אלפי ₪; לא ניתן ביטוי להשפעת המס של הפסד זה; שיעור המס על הכנסתה החייבת של החברה הינו 40%.

נדרש:

- מיהם המשתמשים בנייתוח הפיננסי? מהו השימוש העיקרי אשר כל קבוצת משתמשים עושה בנייתוח הפיננסי?
- בהתבסס על היחסים הפיננסיים העיקריים המשתקפים מהדוחות הכספיים, לנתח ולקבוע את המגמות המסתמנות בחברת טלי לגבי:

1. יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה ולהתמודד עם לחצים פיננסיים בלתי צפויים בטווח הקצר ;
2. הצלחתה או כישלונה העסקי של החברה ;
3. רמת הסיכון הפיננסי של החברה ;
4. היעילות התפעולית של החברה ;
5. מצבה הכולל של החברה.

א. המשתמשים בניתוח פיננסי והשימוש העיקרי בניתוח פיננסי

באופן כללי ניתן לחלק את המשתמשים הפוטנציאליים בניתוח הפיננסי ואת מטרותיהם לשש קבוצות :

- בעלי מניות, שותפים ומשקיעים פוטנציאליים - בחינת רמת היציבות של השקעתם וסיכויי הרווחיות שלה.
- בנקים ונותני אשראי אחרים - בדיקת נזילות החברה ויכולתה להתמודד עם קשיים פיננסיים בטווח הקצר ובטווח הארוך.
- רשויות ממשלתיות – קביעת סכומים שעל החברה לשלם, עמידה בתנאי החוק (מענקים וכדומה)
- מנהלים בכל דרגי הניהול - קבלת היזון חוזר על ההחלטות הניהוליות והתפעוליות
- עובדים וועדי עובדים - בחינת יכולת החברה לשרוד ויכולת החברה לשלם משכורות גבוהות יותר.
- לקוחות וספקים - בחינת מידת היציבות של החברות עימן הם מקיימים קשר מסחר שוטפים, בעיקר באותם מקרים בהם הקשר העסקי הוא משמעותי מבחינת היקפו.

ב. ניתוח היחסים הפיננסיים בחברת טלי בע"מ

1. בחינת יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה ולהתמודד עם לחצים פיננסיים בלתי צפויים בטווח הקצר תתבצע באמצעות יחסי הנזילות.

שני יחסי הנזילות המרכזיים הנם היחס השוטף והיחס המהיר.

1.1 היחס השוטף בחברת טלי בתאריכים 31.12.1998, 31.12.1999 ו- 31.12.2000 הנו 1.89, 1.95 ו- 2.05 בהתאמה. המגמה המסתמנת בניתוח היחס השוטף היא בכיוון של עלייה מתונה, ולכאורה יש בכך משום שיפור כושרה של החברה להתמודד עם משברים בטווח הקצר.

1.2 היחס המהיר בחברת טלי בתאריכים 31.12.1998, 31.12.1999 ו- 31.12.2000 הנו 1.28, 1.21 ו- 1 בהתאמה. המגמה המסתמנת בניתוח היחס המהיר הנה בכיוון של ירידה, ויש בכך משום הרעה בכושרה של החברה להתמודד עם משברים בטווח הקצר, עד כי ב- 31.12.2000 סך נכסיה השוטפים ללא מלאי שווה לסך התחייבויותיה השוטפות. היחס השוטף מטעה - המגמה המצטיירת ממנו הנה של שיפור בכושר התמודדותה של החברה עם משברים, אך בחינת היחס המהיר מעידה שהגידול ביחס השוטף נובע מעלייה במלאי, כאשר בסך הכל נראה כי חלה ירידה בכושר ההתמודדות של החברה ורמת נזילותה בטווח הקצר.

2. בדרך כלל נהוג להשתמש ברווח הנקי אחרי מס כמדד העיקרי לבחינת הרווחיות של החברה. אולם, מדד זה עשוי להטעות, בגלל הוצאות חד-פעמיות (בחברת טלי: הפסד ממכירת המגרש בשנת 2000) או בגין הפסדים מועברים לצרכי מס בחברת טלי: הפסדים מועברים המביאים לשיעור מס אפקטיבי נמוך בשנת 1999). לפיכך, הניתוח ייעשה בהתבסס על הרווח לאחר הוצאות מימון, ובכך ינוטרלו השינויים בסעיפי ההוצאות החד-פעמיות וההפרשה למס.

2.1 הרווח ביחס למכירות בחברת טלי עומד בשנים 1999 ו- 2000 על 8% ו- 5% בהתאמה. הדבר מעיד על צמצום משמעותי בשולי הרווח של החברה.

2.2 היחס בין הרווח לממוצע ההון העצמי בחברת טלי עומד בשנים 1999 ו- 2000 על 15.7%

ו- 13.5% בהתאמה. ניתן לראות כי התשואה אשר השיגו המשקיעים בחברת טלי פוחתת, הגם שהירידה בתשואה נמוכה יותר מהירידה ברווחיות החברה.

2.3 היחס בין הרווח לבין הנכסים (ממוצע תחילת וסוף שנה) מודד את יעילות הפעלת הנכסים. יחס זה ירד מ- 8.3% בשנת 1999 ל- 1.2% בלבד בשנת 2000.

3. יחס החוב להון העצמי עולה מ- 1.41 ב- 31.12.98 ל- 1.64 ב- 31.12.99 ול- 2.44 ב- 31.12.00. התפתחות יחס זה במרוצת שלוש השנים מצביעה בבירור על גידול ניכר במנוף הפיננסי.

4. היחסים התפעוליים המרכזיים הנם שיעור הרווח התפעולי, יחס החייבים-לקוחות, יחס המלאי ויחס הזכאים-ספקים.
- 4.1 שיעור הרווח התפעולי בחברת טלי בשנים 1999 ו-2000 הנו 12.8% ו-10.7% בהתאמה. ניתן לראות כי קיימת ירידה בכושר הפקת הרווחים של החברה מפעילותה העסקית השוטפת אך עדיין אין חשש בדבר יכולת החברה לעמוד בתשלומי הריבית השוטפים.
- 4.2 יחס החייבים בחברת טלי בשנים 1999 ו-2000 הנו 0.2 ו-0.232 בהתאמה, וימי החייבים 73 ו-84.7 בהתאמה. ניתן לראות כי המגמה המסתמנת בסעיף האשראי לקוחות מנה שלילית: החברה מגדילה את האשראי הניתן ללקוחותיה, וצריכת לממן בממוצע כ-12 ימי אשראי נוספים עבור כל שקל של מכירות.
- 4.3 יחס המלאי בחברת טלי בשנים 1999 ו-2000 הנו 0.313 ו-0.378 בהתאמה, וימי המלאי 114.1 ו-137.9 בהתאמה. ניתן לראות כי המגמה המסתמנת בסעיף המלאי הנה שלילית: החברה מגדילה את משך החזקת המלאי, ולפיכך החברה צריכה לממן בממוצע כ-24 ימים נוספים עבור כל שקל המושקע במלאי.
- 4.4 יחס הזכאים בחברת טלי בשנים 1999 ו-2000 הנו 0.279 ו-0.196 בהתאמה, וימי הזכאים 101.9 ו-71.6 בהתאמה. ניתן לראות כי המגמה המסתמנת בסעיף הספקים הנה שלילית: האשראי הניתן לחברה על ידי ספקיה מצטמצם והחברה נאלצת לפנות למקורות מימון אחרים ולעמוד בהוצאות מימון נוספות. הדבר משתקף בגידול בחוב הפיננסי - אשראי בנקאי ואגרות חוב - הגורר בעקבותיו גידול בהוצאות המימון.
5. בחינת מצבה הכולל של החברה מעידה על הרעה בשנת 2000 לעומת שנת 1999. כושר ההתמודדות של החברה על משברים בטווח הקצר יורד, שולי הרווח של החברה והתשואה למשקיעים פוחתים, רמת הסיכון הפיננסי של החברה גדלה והיעילות התפעולית של החברה קטנה. כל אלו הנם סימנים מבשרי רעות, ואם מגמות אלו יימשכו ואף יוחמרו - החברה צפויה לעבור להפסדים.
6. מרכיב חשוב של ניתוח הדוחות הכספיים הוא ניתוח דוח תזרים המזומנים ועריכת תחזית דוחות כספיים. אין מספיק נתונים בשאלה המאפשרים עריכת תחזית זו.

1. תחומי הפעילות של החברה

- **ייצור ומכירה של חשמל** – קבוצת אורמת עוסקת בפיתוח, הקמה, החזקה והפעלה של תחנות כוח גיאותרמיות ומכירת החשמל המיוצר בהן לחברות ממשלתיות או פרטיות על פי חוזי רכישה ארוכי טווח. תחנות אלה, המצויות בבעלות חברות בנות זרות של הקבוצה, ממוקמות בארה"ב, מרכז אמריקה, אפריקה ודרום מזרח אסיה, באזורים בהם יש מחד מקורות גיאותרמיים ומאידך יש, וצפוי להיות גם בעתיד, ביקוש לחשמל המופק ממקורות אלה. הקבוצה ככלל מוכרת את החשמל המיוצר על פי הסכמים ארוכי טווח עם חברות חשמל מקומיות.
- **מוצרים** – קבוצת אורמת מפתחת, מתכנתת, מייצרת, מוכרת ומתקינה ציוד לייצור חשמל המבוסס על אנרגיה גיאותרמית או חלופית אחרת ויחידות ייצור כוח אחרות וכן מעניקה שירותים הקשורים לתכנון הנדסי, הקמה, בניה, הפעלה ותחזוקה של תחנות כוח גיאותרמיות ותחנות כוח מבוססות על אנרגיה חלופית אחרת.

2. פוטנציאל הגידול של התעשייה

- פוטנציאל הגידול של התעשייה נובע ברובו מחשש ציבורי גובר בנוגע לאיכות הסביבה אולם גם מהמחירים הגבוהים של גז ונפט. תחנות כוח העושות שימוש בדלק גורמות לזיהום אוויר רב יותר. עקב כך הוגברה בעולם הדרישה לאנרגיה "ירוקה" ומדינות רבות, ביניהן ארה"ב, אימצו חקיקה הדורשת מחברות חשמל למכור חשמל המופק ממקורות אנרגיה מתחדשת.
- השימוש בגז אינו גורם לזיהום אוויר כמו השימוש בדלק.
- קיימים מומחים הטוענים כי עתודות הנפט בעולם הינן גבוהות, וצפוי כי מחירי הנפט יקטנו.
- בנוסף, לדעת מומחים, ניתן לייצר חשמל מכורים גרעיניים ללא שום חשש של פיצוץ או זיהום רדיואקטיבי, אלא שקיימת רק בעיה להיפטר מהפסולת הרדיואקטיבית (פלוטוניום). לאחרונה משתפים האמריקאים פעולה עם הרוסים בפיתוח טכנולוגיה חדשה להיפטר מהפסולת הרדיואקטיבית.

3. לקוחות החברה

לקוחות במגזר מכירת חשמל שהכנסות הקבוצה מהם היוו 10% או יותר מהכנסות החברה בדחותיה המאוחדים לשנת 2005:

35.9%	Southern California Edison Company
13.9%	Hawaii Electric Light Company
12.9%	Sierra Pacific Power Company

התשלומים בגין חוזים אלה יקבעו בעתיד על בסיס העלות הנחסכת ללקוח. עלות זו תלויה במחירי הגז הטבעי או הנפט. לכן, לשחיקה במחירי העלות הנחסכת עלולה להיות השפעה מהותית לרעה על תוצאות הקבוצה.

4. תפקוד תחנות הכוח

מרבית הכנסות הקבוצה נובעות ממכירת חשמל על ידי תחנות הכוח הגיאותרמיות של הקבוצה. תפוקת המאגרים הגיאותרמיים המשמשים את תחנות הכוח תלויה בגורמים שונים, ובהם אורך חיי המאגר הגיאותרמי; חום ולחץ וכן גורמים תפעוליים אחרים. ירידה בתפוקת המאגר הגיאותרמי עלולה להשפיע לרעה על הכנסות הקבוצה. אין כל וודאות כי הקבוצה תמצא בעתיד מקורות גיאותרמיים הניתנים לניצול מסחרי, חלף מקורות גיאותרמיים שיתייבשו. בנוסף לכך, תפקוד תחנות הכוח וההוצאות שכרוכות בהפעלתן עלולים להיות מושפעים לרעה מגורמים שונים, לרבות כשלים בתפעול התחנות, מקלקול או שבר בציוד וקשיים במציאת חלקי חילוף, מסכסוכי עבודה, וכן ממאורעות אחרים כגון שריפה, רעידת אדמה, או שיטפונות.

בעמודים הבאים נמצאים הדוחות הכספיים של חברת אורמת לשנה שנתיימה ביום 31.12.2005.

נדרש:

- א. ניתוח הסיכונים העסקיים והתפעוליים של אורמת;
- ב. ניתוח הרווחיות
 - ניתוח אנכי של רו"ח; ניתוח הגידול במחזור ההכנסות;
 - חישוב שיעור התשואה של הרווח התפעולי הנקי ביחס לממוצע הנכסים התפעוליים נטו; הערה: המיסים הנדחים הינם בגין הנכסים התפעוליים. לכן, יש להתייחס אליהם כחלק מהנכסים התפעוליים נטו.
- ג. חישוב שיעור התשואה של הרווח הנקי בהון העצמי הממוצע;
 - מהי ההשפעה של ההון הזר על התשואה על ההון העצמי? במילים אחרות, האם עלות ההון הזר נמוכה יותר או גבוהה יותר משיעור התשואה התפעולי?

ד. ניתוח הנזילות (יחס שוטף, יחס מהיר, מהירות מחזור לקוחות, יחס כיסוי ריבית, ניתוח תזרים המזומנים)

מאזנים ליום 31.12.2005 ומספרי השוואה:

במאחד		ביאור	
31.12.2004	31.12.2005		
			רכוש שוטף:
57,629	82,533	3	מזומנים ושווי מזומנים
99,920	106,686	4	השקעות לזמן קצר
30,830	36,384	5	לקוחות
6,907	12,120	6	חייבים ויתרות-חובה
3,164	8,883	7	מלאי עבודות בביצוע
6,046	5,224	8	מלאי
<u>204,496</u>	<u>251,830</u>		
			השקעות ויתרות-חובה לזמן ארוך:
66,119	75,616	9	השקעות
22,721	4,933	10	יתרות חובה לזמן ארוך
<u>88,840</u>	<u>80,549</u>		
<u>566,350</u>	<u>653,211</u>	11	תחנות נח
<u>8,008</u>	<u>10,986</u>	12	רכוש קבוע
<u>*73,179</u>	<u>75,813</u>	13	רכוש אחר והוצאות נדחות
<u>940,873</u>	<u>1,072,389</u>		

* סווג מחדש.

במאחד		ביאור	
31.12.2004	31.12.2005		
			התחייבויות שוטפות:
69,894	87,732	14	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים
22,266	32,641	15	התחייבויות לספקים ולנותני שרותים
*6,139	12,657	7	מקדמות מלקוחות בניכוי עלות העבודות
*21,854	28,208	16	זכאים ויתרות-זכות
<u>120,153</u>	<u>161,238</u>		
			התחייבויות לזמן ארוך:
40,015	-	17	איגרות חוב הניתנות להמרה במניות
71,396	47,626	18	איגרות חוב
183,399	324,645	19	איגרות חוב Non Recourse
168,260	15,062	20	התחייבויות לתאגידים בנקאיים למימון פרוייקטים - Non Recourse ו-Limited Recourse
3,000	2,000	21	התחייבויות לתאגידים בנקאיים
2,553	6,162	22	רוח נדחה
-	81,569	23	דמי חכירה נדחים
*18,039	20,501	24	מסים נדחים
627	842	25	התחייבויות בשל סיום יחסי עובד-מעביד, נטו
12,767	13,567	26	התחייבויות אחרות לזמן ארוך
<u>500,056</u>	<u>511,974</u>		
		27	שיעבודים, התחייבויות תלויות והתקשרויות
39,394	43,306		זכויות המיעוט בחברות מאוחדות
-	11,378	17	איגרות חוב הניתנות להמרה במניות
<u>281,270</u>	<u>344,493</u>	28	הון עצמי
<u>940,873</u>	<u>1,072,389</u>		

אורמת תעשיות בע"מ

דוחות רווח והפסד מאוחדים (באלפי דולר)

לשנה שהסתיימה ביום			ביאור	
31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005		
119,774	240,130	261,167	29	מחזור הפעולות
75,824	146,647	159,363	30	עלות המכירות, העבודות והשרותים
<u>43,950</u>	<u>93,483</u>	<u>101,804</u>		רווח גולמי
1,386	2,175	3,036	31	הוצאות מחקר ופיתוח, נטו
7,087	7,826	7,876	32	הוצאות מכירה ושיווק
8,623	12,125	15,570	33	הוצאות הנהלה וכלליות
<u>26,854</u>	<u>71,357</u>	<u>75,322</u>		רווח מפעולות רגילות
15,474	42,678	48,003	34	הוצאות מימון, נטו
6,110	73,827	20,174	35	הכנסות אחרות, נטו
17,490	102,506	47,493		רווח לפני ניכוי מסים על ההכנסה
<u>2,373</u>	<u>8,351</u>	<u>8,576</u>	36	מסים על ההכנסה
15,117	94,155	38,917		רווח לאחר ניכוי מסים על ההכנסה
427	790	285		חלק החברה ברווחי חברות כלולות, נטו
<u>(519)</u>	<u>(910)</u>	<u>(4,955)</u>		חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות
<u>15,025</u>	<u>94,035</u>	<u>34,247</u>		רווח נקי

דוחות מאוחדים על תזרימי המזומנים (באלפי דולר)

לשנה שהסתיימה ביום

31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005
------------	------------	------------

15,025	94,035	34,247
27,585	(14,290)	109,292
42,610	79,745	143,539

תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת:
 רוח מקי לפי דוח רוח והפסד
 התאמות הדרושות להצגת מזומנים
 ושווי מזומנים מפעילות שוטפת (נספח א')
מזומנים נטו, מפעילות שוטפת

(712)	(1,356)	(3,900)
(22,604)	(30,721)	(117,459)
(254,083)	(175,950)	-
(722)	(90)	(60)
33	50	-
-	-	2,655
-	-	8,426
-	-	305
1,037	783	1,008
(4,105)	(100,546)	11,734
(281,156)	(307,830)	(97,291)

תזרימי מזומנים מפעילות השקעה:
 רכישת רכוש קבוע
 השקעות בתחנות כח
 רכישת תחנות כח בבעלות תאגידים שאוחדו לראשונה (נספח ג')
 השקעות אחרות
 תמורה ממימוש רכוש קבוע
 תמורה ממימוש השקעה בחברה כלולה
 תמורה ממימוש השקעות בחברות אחרות
 תמורה ממימוש השקעות אחרות
 גבית הלוואה שניתנה לחברה כלולה
 מימוש (רכישת) פקדונות וניירות ערך סחירים, נטו
מזומנים נטו, מפעילות השקעה

667	1,491	7,701
-	96,958	-
-	(3,043)	(7,253)
114,085	205,263	-
-	-	(233)
170,945	16,164	160,816
(24,114)	(72,030)	(189,070)
-	-	4,334
(55,146)	(10)	3,996
(940)	(495)	(1,635)
205,497	244,298	(21,344)

תזרימי מזומנים מפעילות מימון:
 הנפקת מניות (בניכוי הוצאות הנפקה)
 הנפקת הון לציבור על ידי חברה מאוחדת בחו"ל
 דיבידנד ששולם
 הנפקת איגרות חוב (בניכוי הוצאות הנפקה)
 פרעון איגרות חוב
 קבלת התחייבויות לזמן ארוך (בניכוי עלויות השגת הלוואות)
 פרעון התחייבויות לזמן ארוך
 תמורה ממימוש מכשיר פיננסי ששימש להגנה
 אשראי מתאגידים בנקאיים, נטו
 החזר השקעה ורווחים למיעוט בחברה מאוחדת
מזומנים נטו, מפעילות מימון

(33,049)	16,213	24,904
74,465	41,416	57,629
41,416	57,629	82,533

עליה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים
יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת השנה
יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתום השנה

תשובה 4

א. ניתוח הסיכונים העסקיים והתפעוליים

- פוטנציאל הגידול של התעשייה יכול להיפגע עקב מעבר של חברות חשמל ליצור באמצעות גז שאינו מזהם כמו הנפט.
- קיימים מומחים הטוענים כי עתודות הנפט בעולם הינן גבוהות, וצפוי כי מחירי הנפט יקטנו. במקרה זה, יקטן הביקוש לאנרגיה חלופית.
- בנוסף, אם תפותח טכנולוגיה חדשה לנטרול פסולת רדיואקטיבית, צפוי שימוש גובר בכורים גרעיניים ליצור חשמל. דבר זה יקטין את הביקוש לאנרגיה חלופית.
- במגזר החשמל יש לחברה 3 לקוחות גדולים מהם היא מקבלת למעלה מ- 60% מהכנסותיה.
- הכנסות החברה ממכירת חשמל בעתיד מותנות בחיסכון שיהיה לחברות החשמל משימוש חלופי בגז או בנפט. לכן, לשחיקה במחירי העלות הנחסכת עלולה להיות השפעה מהותית לרעה על תוצאות הקבוצה.
- פוטנציאל הצמיחה של החברה מוגבל כיוון שמקורות הגיאותרמיים הינם מוגבלים. כמו כן, קיים סיכון של הפסקת פעילותו של מקור גיאותרמי בשל התייבשות או רעידת אדמה וכיוצא בזה.

ב. ניתוח הריווחיות

ניתוח אנכי:

זוחות רווח והפסד מאוחדים (באחוזים)

לשנה שהסתיימה ביום			
31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	
100%	100%	100%	מחזור הפעילות
63%	61%	61%	עלות המכירות, העבודות והשרותים
37%	39%	39%	רווח גולמי
1%	1%	1%	הוצאות מחקר ופיתוח, נטו
6%	3%	3%	הוצאות מכירה ושיווק
7%	5%	6%	הוצאות הנהלה וכלליות
22%	30%	29%	רווח מפעולות רגילות
13%	18%	18%	הוצאות מימון, נטו
5%	31%	8%	הכנסות אחרות, נטו
15%	43%	18%	רווח לפני נכוי מסים על הכנסה
2%	3%	3%	מסים על ההכנסה
13%	39%	15%	רווח לאחר נכוי מסים על הכנסה
0%	0%	0%	חלק החברה ברווחי חברות כלולות, נטו
0%	0%	-2%	חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות
13%	39%	13%	רווח (הפסד) נקי

- שיעור הרווח הגולמי הינו עלה מ- 37% ל- 39%, ונאשר 37% גם בשנת 2005.
- הוצאות המחקר והפיתוח הינן יציבות ברמה של 1% מההכנסות.
- הוצאות המכירה והשיווק צומצמו ב- 50% (מ- 6% ל- 3%)
- שיעור הרווח התפעולי עלה מ- 22% בשנת 2003 אל 29% בשנת 2005. השיפור הינו תודות לשיפור באחוז הרווח הגולמי, וקישון יחסי בהוצאות מכירה ושיווק.
- הוצאות ההנהלה והכלליות הינן כ- 6% מהמחזור.
- הוצאות המימון עלו מ- 13% מהמחזור ל- 18% ונשארו באותה רמה
- שיעור הרווח הנקי הוא כ- 13%. (בהתעלם משנת 2004- היו בה הכנסות אחרות חד פעמיות).

ניתוח אופקי

- הגידול המחזור ההכנסות בשנת 2004 היה 100.49%
- הגידול המחזור ההכנסות בשנת 2005 היה 8.76%

ניתן לראות בדוח תזרים המזומנים כי בשנת 2004 נרכשו חברות בת. לכן, הגידול במחזור ההכנסות בשנת 2004 היה כתוצאה מהאיחוד.

שיעור התשואה התפעולי

75322	רווח תפעולי הוא
	שיעור מס אפקטיבי הוא $18.06\% = 100 * 8576 / 47493$
61719	רווח תפעולי נטו הוא $(1 - 0.1806) * 75322$
691,604.5	הנכסים התפעוליים נטו בממוצע הם (ראה מאזן מתומצת בהמשך)

לכן, שיעור התשואה התפעולי הוא $8.92\% = 61719 / 691604.5 * 100$

שיעור התשואה על ההון העצמי

34427	רווח נקי לשנת 2005 הוא
312881.5	הון עצמי ממוצע
$11\% = 100 * 34427 / 312881.5$	שיעור התשואה על ההון העצמי הוא

נדרש ג. מהי ההשפעה של ההון הזר על התשואה על ההון העצמי?

ממוצע התחייבויות הפיננסיות הוא 525,370.5 (ראה מאזן מתומצת בהמשך)

	שיעור הריבית הממוצע לאחר ניכוי השפעת מס הוא
7.4868 %	$= 100 * (1 - 0.1806) * 48003 / 525370.5$
8.92%	שיעור התשואה התפעולי הוא

לכן, עלות ההלוואות נמוכה יותר משיעור התשואה התפעולי, אבל הפרש הוא נמוך.

במילים אחרות, אם המימון משמש להרחבת הפעילות התפעולית הוא תורם לגידול בתשואה על ההון העצמי. אבל, כיוון שהמימון הוא יקר, החברה צריכה להיזהר ממימון מוגזם שלא ישאיר שולי ביטחון. (ראה חישוב יחס כיסוי ריבית בהמשך).

להלן מאזן תמציתי של חברת אורמת

ממוצע	31.12.04	31.12.05	
			<u>נכסים תפעוליים נטו:</u>
	57629	82533	מזומנים
	30830	36384	לקוחות
	6907	12120	חייבים
	3164	8883	מלאי עבודות בביצוע
	6046	5224	מלאי
	566350	653211	תחנות כח
	8008	10986	רכוש קבוע
	73179	75813	רכוש אחר
	-22266	-32641	ספקים
	-6139	-12657	מקדמות מלקוחות
	-21854	-28208	זכאים שונים
	-2553	-6162	רווח נדחה
		-81569	דמי חכירה נדחים
-19270	-18039	-20501	עתודה למסים
	-627	-842	עתודה לפיצויים
691604.5	680635	702574	
	99920	106686	השקעות לז"ק
	88840	80549	השקעות ויתרות חובה
	188760	187235	
			<u>התחייבויות פיננסיות נטו</u>
	69894	87732	אשראי מבנקים לז"ק
	40015		אג"ח
	71396	47626	אג"ח
	183399	324645	אג"ח
	171260	17062	תאגידיים בנקאיים
	12767	13567	אחרות לז"א
		11378	אג"ח להמרה
525370.5	548731	502010	
312881.5	281270	344493	הון עצמי
41350	39394	43306	מיעוט
354231.5	320664	387799	הון קבוצה

ד. ניתוח הנזילות

ניתוח הנזילות בטווח הקצר

$251830/161238=$	1.56	31.12.2005	היחס השוטף
$204496/120153=$	1.7	31.12.2004	היחס השוטף
$(251830-8883-5224)/161238 =$	1.47	31.12.2005	היחס המהיר
$(204496-3164-6046)/120153=$	1.63	31.12.2004	היחס המהיר

מכירות

מהירות מחזור לקוחות () שנת 2005 $= 261167/36384 = 7.18$ יתרת לקוחות

מהירות מחזור לקוחות שנת 2004 $= 240130/30830 = 7.79$

יחס כיסוי הריבית (רווח לפני הוצאות מימון מחולק בהוצאות מימון)

1.57 = 75322/48003	2005	בשנת
1.67 = 71357/42678	2004	בשנת
1.74 = 26854/15474	2003	בשנת

יחסי הנזילות לטווח קצר (יחס שוטף ויחס מהיר) וכן מהירות המחזור של לקוחות ירדו במקצת בשנת 2005 לעומת 2004.

כמו כן, יחס כיסוי הריבית מעיד על כך כי הוצאות המימון הינן גבוהות ביחס לרווח לפני הוצאות מימון. יחס כיסוי הריבית מלמד כי יתכן שחברת אורמת מימנה עצמה באופן מוגזם ע"י הנפקת אג"ח (במקום הנפקת מניות). מימון זה הוא יקר ונוגס ברווח שלפני הוצאות מימון.

יחס בין התחייבויות פיננסיות לבין ההון העצמי:

31.12.04 31.12.05

		<u>התחייבויות פיננסיות</u>
69894	87732	אשראי מבנקים לז"ק
40015		אג"ח
71396	47626	אג"ח
183399	324645	אג"ח
171260	17062	תאגידים בנקאיים
12767	13567	אחרות לז"א
	11378	אג"ח להמרה
<u>548731</u>	<u>502010</u>	
281270	344493	הון עצמי
<u>1.950905</u>	<u>1.457243</u>	יחס התחייבויות להון העצמי

היחס בין ההתחייבויות הפיננסיות לבין ההון העצמי שופר (ירידה מ- 1.95 ל- 1.45)

ניתוח תזרים המזומנים:

לחברה תזרים מזומנים חיובי מפעילויות שוטפות. תזרים זה מספיק למימון ההשקעות ופעילות המימון בשנת 2005. בשנים 2003 ו- 2004 החברה רכשה חברות אחרות. לכן, הייתה זקוקה למימון ע"י הנפקת מניות והנפקת אג"ח.

היחס בין התזרים מפעילויות שוטפות לבין הרווח הנקי (במצטבר עבור 3 שנים) הוא $1.86 = (42610+79745+143539)/(15025+94035+34247)$.

(הערה: בשנת 2005 התזרים היה גבוה בהרבה מהרווח הנקי בגלל דחיית רווח (ראה במאזן: "דמי חכירה נדחים") בסך 81,569.)

לסיכום, נראה כי לא צפויות לחברה בעיות נזילות. יחד עם זאת, יחס כיסוי הריבית מלמד כי המימון יקר מדי. לכן, בעתיד, החברה צריכה לממן פעילות של התרחבות נוספת רק ממקורות עצמיים (רווחים לא מחולקים ו/או הנפקת מניות).

תרגיל 5

להלן הדוחות הכספיים של חברת קרוקס בע"מ (להלן- החברה) הכוללים מאזנים ליום 31.12.2003 וליום 31.12.2004, דוחות רווח והפסד ודוחות על תזרימי המזומנים לשנים 2003 ו- 2004.

מאזן ליום 31 בדצמבר

31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	
אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	
3,965	1,947	4,219	רכוש שוטף
38,820	46,670	58,250	מזומנים ושווי מזומנים
19,867	18,015	16,687	לקוחות
70,000	71,852	95,192	חייבים אחרים
<u>132,652</u>	<u>138,484</u>	<u>174,348</u>	מלאי
68,213	82,673	111,099	רכוש קבוע
200,865	221,157	285,447	
35,109	16,893	47,377	התחייבויות שוטפות
44,876	42,376	46,552	אשראי בנקאי לזמן קצר
28,581	25,481	29,159	ספקים
<u>108,566</u>	<u>84,750</u>	<u>123,088</u>	זכאים אחרים
4,690	6,890	9,785	התחייבויות לזמן ארוך
96,609	129,517	152,574	התחייבות בשל סיום יחסי עובד מעביד
200,865	221,157	285,447	הון עצמי

דוחות רווח והפסד

2003	2004	
אלפי ₪	אלפי ₪	
155,661	190,947	מכירות
(119,421)	(144,991)	עלות המכירות
36,240	45,956	רווח גולמי
(17,005)	(19,015)	הוצאות מכירה ושיווק
(6,576)	(9,133)	הוצאות הנהלה וכלליות
12,659	17,808	רווח תפעולי
(806)	(2,251)	הוצאות מימון, נטו
228	26	הכנסות אחרות
12,081	15,583	רווח לפני מסים על ההכנסה
(1,820)	(3,990)	מסים על ההכנסה
<u>10,261</u>	<u>11,593</u>	רווח נקי לשנה

דוח על תזרימי המזומנים לשנת

2003	2004	
10,261	11,593	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת
(4,966)	60	רווח נקי
<u>5,295</u>	<u>11,653</u>	התאמות הדרושות כדי להציג את תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת
(12,412)	(51,991)	מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת
1,149	662	תזרים מזומנים מפעילות השקעה
<u>(11,263)</u>	<u>(51,329)</u>	רכישת רכוש
		תמורה ממכירת רכוש קבוע
		מזומנים נטו ששימשו לפעילות השקעה

תזרים מזומנים מפעילות מימון
 הנפקת הון מניות
 אשראי לזמן קצר, נטו
 מזומנים נטו שנבעו מפעילות מימון

22,647	11,464
<u>(18,216)</u>	<u>30,484</u>
<u>4,431</u>	<u>41,948</u>
(1,537)	2,272
<u>3,484</u>	<u>1,947</u>
<u>1,947</u>	<u>4,219</u>

עליה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים
 יתרת מזומנים ושווי מזומנים לתחילת שנה
 יתרת מזומנים ושווי מזומנים לסוף שנה

נספח א- התאמות הדרושות כדי להציג את תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת

הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בתזרימי מזומנים :

<u>2003</u>	<u>2004</u>	
22,892	20,575	פחת והפחתות
		שינוי בהתחייבות בשל סיום
2,200	2,895	יחסי עובד מעביד
<u>1,500</u>	<u>2,328</u>	הפסדי הון ממכירת רכוש קבוע
26,592	25,798	
		שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות :
(7,850)	(11,580)	עליה בלקוחות
1,852	1,328	ירידה בחייבים אחרים
(19,960)	(23,340)	עליה במלאי
(2,500)	4,176	עליה (ירידה) בספקים
<u>(3,100)</u>	<u>3,678</u>	עליה (ירידה) בזכאים אחרים
<u>(31,558)</u>	<u>(25,738)</u>	
<u>(4,966)</u>	<u>60</u>	

נתונים נוספים :

1. חברת "קרוקס" בע"מ (להלן- החברה) מייצרת סנדלים לנשים, גברים וילדים.
2. בארץ ישנן מספר חברות יצרניות בתחום הסנדלים.
3. החברה משווקת את מוצריה לחנויות בארץ וכן מייצאת את מוצריה לשווקים בחו"ל.
4. את חומרי הגלם מייבאת החברה מפורטוגל. בפורטוגל יש לחברה ספק שהוא הספק העיקרי שלה.
5. במהלך שנת 2004 החלה החברה בתהליך מיכון של מפעליה בישראל במטרה לחסוך בהוצאות שכר בייצור ולהגביר התפוקה. כתוצאה מתהליך זה ספגה החברה עלויות שונות בקשר עם פיטורי עובדים.
6. במהלך שנת 2004 החליטה החברה להתחדש בנושא מערכות הדיווח הכספי – חשבונאי בחברה. לצורך התקשרה החברה עם חברת אורקל על מנת שזו האחרונה תתקין בחברה את המערכת המדוברת ותלווה אותה לאורך זמן תמורת שכר טרחה של כ- 1 מיליון ₪.
7. עד שנת 2003 החברה נחשבה לעניין חוק עידוד השקעות הון כחברה "בהשקעת חוץ" ולפיכך נהנתה משיעורי מס מופחתים. החל משנת 2004 החברה אינה נחשבת יותר לחברה "בהשקעת חוץ" מבחינת הגדרת שלטונות המס ולפיכך אינה נהנית משיעורי מס מופחתים.
8. במחצית השניה של שנת 2004 נכנסו לשוק הסנדלים מספר יבואנים שמייבאים סנדלים לילדים מהונג-קונג וסין, ומוכרים אותם בארץ במחירים זולים יחסית.
9. להלן התפלגות מכירות החברה בין מכירות בישראל ומכירות לחו"ל :

<u>2003</u>	<u>2004</u>	
<u>אלפי ₪</u>	<u>אלפי ₪</u>	
74,717	80,192	ישראל
<u>80,944</u>	<u>110,014</u>	חו"ל
155,661	190,206	

10. להלן התפלגות מכירות החברה על פי קהל היעד :

<u>2003</u>	<u>2004</u>	
<u>אלפי ₪</u>	<u>אלפי ₪</u>	
62,769	80,504	נשים
34,842	50,602	גברים
58,050	59,100	ילדים
<u>155,661</u>	<u>190,206</u>	

11. שיעור הריבית הממוצע על הלוואות לזמן קצר בשנת 2004 היה 5% לעומת 7% בשנת 2003. באשר להלוואות לזמן ארוך הוא היה בשנת 2004 3% לעומת 5% בשנת 2003.

12. רכישות החברה מספקים בשנת 2004 הסתכמו בסך 84,600 אלפי ₪ ובשנת 2003 הסתכמו בסך של 65,400 אלפי ₪.

נדרש:

לנתח את הדוחות הכספיים של החברה, תוך התייחסות לדברים הבאים :

א. סיכונים העסקיים והתפעוליים של החברה (חזקות, חולשות, הזדמנויות ואיומים) (15%)

ב. רווחיות החברה (10%)

- קצב הצמיחה של המכירות (ניתוח לפי מגזרים גיאוגרפיים ומגזרים עסקיים)
- ניתוח אנכי ואופקי של דוח רווח והפסד
- שיעור התשואה התפעולי
- שיעור התשואה על הון העצמי

ג. נזילות החברה ואיתנות פיננסית (10%)

- יחס שוטף, יחס מהיר, יחס כיסוי ריבית
- מהירות במחזור של לקוחות, מלאי
- ניתוח תזרים המזומנים (פעילויות שוטפות, פעילויות השקעה ופעילויות מימון)

א. סיכונים העסקיים והתפעוליים של החברה (חזקות, חולשות, הזדמנויות ואיומים)

- המוצר של החברה הוא סנדלים. מחסומי הכניסה לשוק הינם נמוכים. לכן, החברה חשופה לתחרות. קיימים לחברה מתחרים בשוק המקומי. כמו כן, ניתן לראות כי אכן בשוק סנדלי הילדים החברה סבלה בפועל מתחרות של יבוא זול מהונג-קונג וסין. ייתכן כי בעתיד תגבר התחרות גם בתחום של סנדלי גברים ונשים.
- היתרון היחסי של החברה הוא בעיקר בעיצוב המוצר. אם החברה תשכיל לקלוע לטעמו של הצרכן הישראלי או בחו"ל אז היא תוכל לגבות פרמיה עבור עיצוב המוצר. מצד אחד זוהי חוזקה של החברה (יכולת מעצביה) מצד שני קיים הסיכון כי החברה תאבד את יתרונה היחסי בעיצוב המוצר.
- לחברה קיים עיקר ספק אחד של חומרי גלם. קיים סיכון תפעולי במקרה של הפסקת ההתקשרות עם ספק זה.
- החברה הצליחה להרחיב את מכירות היצוא באופן ניכר (ראה ניתוח המכירות במשך). בשנת 2004, כ- 58% מהמכירות היו ליצוא (בשנת 2003, כ- 52%). דבר זה מוכיח כי לחברה יש "מה למכור" ללקוחות בחו"ל למרות התחרות. הגידול הניכר במכירות היצוא מעיד כי בשוק הסנדלים "הזולים" אין לחברה יתרון יחסי. כנראה שבתחום סנדלים יוקרתיים (מבחינת עיצוב המוצר ואיכותו) יש לחברה יתרון על פני מתחרותיה.
- החברה השקיעה בשנת 2004 במיכון החברה (השקעות ברכוש קבוע וכן השקעה בתוכנת ניהול). השקעות אלה ישאו פירות נוספים בעתיד: עלויות יצור נמוכות יותר, איכות ניהול טובה יותר.
- בשנת 2004, לאור ההתייעלות ופיטורי עובדים, ספגה החברה הוצאות פיטורין שלא יחזרו בעתיד. לכן, צפוי כי שיעור הרווח התפעולי בעתיד יגדל.
- החברה לא השכילה לממן את ההשקעות ברכוש קבוע ע"י הלוואות לזמן ארוך. עיקר המימון היה בגידול באשראי לזמן קצר. דבר זה מעיד על יכולת פגומה של הנהלה לחזות את צורכי מזומנים ולהיערך בהתאם.

ב. רווחיות החברה:

קצב הצמיחה של המכירות (ניתוח לפי מגזרים גיאוגרפיים ומגזרים עסקיים)

מגזרים עסקיים:

$$\begin{aligned} 0.28 &= (80504-62769)/62769 && \text{שעור הגידול במכירות של סנדלי נשים} \\ 0.45 &= (50602-34842)/34842 && \text{שעור הגידול במכירות של סנדלי גברים} \\ 0.02 &= (59100-58050)/58050 && \text{שעור הגידול במכירות של סנדלי ילדים} \end{aligned}$$

סך המכירות גדל ב- 23%. ניתן לראות כי התחרות מצג יבוא זול של סנדלי ילדים מהונג-קונג וסין פגע במכירות מגזר סנדלי הילדים.

מגזרים גיאוגרפיים:

$$\begin{aligned} 0.07 &= (80192-74717)/74717 && \text{שעור הגידול במכירות של מכירות בישראל} \\ 0.36 &= (110014-80944)/80944 && \text{שעור הגידול במכירות יצוא} \end{aligned}$$

מכירות היצוא גדלו בצורה ניכרת. דבר זה מעיד כי בשוק הסנדלים "הזולים" אין לחברה יתרון יחסי. כנראה שבתחום סנדלים יוקרתיים (מבחינת עיצוב המוצר ואיכותו) יש לחברה יתרון על פני מתחרותיה.

ניתוח אנכי ואופקי של דוח רווח והפסד

2003		2004		גידול באחוזים	
%	₪	%	₪	%	
100.0%	155,661	100.0%	190,947	22.7%	מכירות
76.7%	119,421	75.9%	144,991	21.4%	עלות מכירות
23.3%	36,240	24.1%	45,956	26.8%	רווח גולמי
10.9%	17,005	10.0%	19,015	11.8%	הוצאות מכירה ושיווק
4.2%	6,576	4.8%	9,133	38.9%	הוצאות הנהלה וכלליות
8.1%	12,659	9.3%	17,808	40.7%	רווח תפעולי
0.5%	806	1.2%	2,251	179.3%	הוצאות מימון
0.1%	228	0.0%	26	-88.6%	הכנסות אחרות
7.8%	12,081	8.2%	15,583	29.0%	רווח לפני הוצאות מסים
1.2%	1,820	2.1%	3,990	119.2%	הוצאות מסים
6.6%	10,261	6.1%	11,593	13.0%	רווח נקי

- שיעור הרווח הגולמי עלה מ- 23.3% אל 24.1%. נראה כי עקב התייעלות היצור צפוי שיפור נוסף בעתיד.
- שיעור הוצאות מכירה ירד מ- 10.9% אל 10.0%.
- שיעור הוצאות הנהלה וכלליות עלה מ- 4.2% אל 4.8% (מערכת מחשוב חדשה).
- שיעור הרווח התפעולי גדל מ- 8.1% אל 9.3%.
- הוצאות המימון גדלו באופן ניכר בגלל מימון רכישות ציוד באמצעות אשראי לז"ק.
- שיעור הרווח לפני הוצאות מסים גדל מ- 7.8% אל 8.2%.
- שיעור המס גדל בגלל ביטול הטבות מס. שיעור המס האפקטיבי בשנת 2003 היה $15.06\% = 100 * 1820 / 12081$ לעומת זאת, שיעור המס האפקטיבי בשנת 2004 היה $25.6\% = 100 * 3990 / 15583$.

תשואה על ההון העצמי

תשואה על ההון העצמי בשנת 2003:

$$9.08\% = 10,261 / ((129517 + 96609) / 2) * 100$$

רווח נקי
ממוצע הון עצמי

תשואה על ההון העצמי בשנת 2004:

$$8.22\% = 11,593 / ((129517 + 152574) / 2) * 100$$

רווח נקי
ממוצע הון עצמי

ההשוואה הנ"ל מצביעה על ירידה בשיעור התשואה על ההון העצמי. שיעור התשואה ירד, ראשית, כיוון ששיעור המס האפקטיבי עלה מ- 15.6% ל- 25.6%; שנית, היו לחברה עלויות מעבר עקב מיכון ורכישת מערכת דיווח חדשה.

אם נתקן את הרווח הנקי לשנת 2003 לפי שיעור המס האפקטיבי של שנת 2004, נקבל:

תשואה מתוקנת על ההון העצמי בשנת 2003:

$$7.95\% = 12,081 * (1 - 25.6\%) / ((129517 + 96609) / 2) * 100$$

רווח נקי
ממוצע הון עצמי

תשואה של הרווח התפעולי ביחס לנכסים התפעוליים נטו

רוב הנכסים וההתחייבויות של החברה הינם תפעוליים חוץ מאשראי בנקאי לז"ק.

כדי לנטרל את השפעת השינוי במסים (ראה לעיל) נשווה את התשואה התפעולית לפי שיעור המס האפקטיבי של שנת 2004.

	<u>2003</u>	<u>2004</u>	
	12659	17808	רווח תפעולי ברוטו
	<u>3241</u>	<u>4559</u>	מס 25.6%
	<u>9418</u>	<u>13249</u>	<u>רווח תפעולי נטו</u>
<u>31.12.02</u>	<u>31.12.03</u>	<u>31.12.04</u>	
131718	146410	199951	נכסים תפעוליים נטו
(146410+199951)/2=	173180.5		ממוצע בשנת 2004
(131718+146410)/2 =	139064		ממוצע בשנת 2003

שיעור תשואה תפעולי 2004 הוא $100 * 13249 / 173180.5 = 7.65\%$

שיעור תשואה תפעולי 2003 הוא $100 * 9418 / 139064 = 6.77\%$

מכאן שחל שיפור בשיעור התשואה התפעולי. ניתן להעריך כי בעתיד שיעור התשואה התפעולי יגדל בגלל של יהיו עלויות המיכון ועלויות הטבעת מערכת הדיווח החדשה.

ג. נזילות החברה ואיתנות פיננסית:

<u>2003</u>	<u>2004</u>	
$138484 / 84750 = 1.63$	$174348 / 123088 = 1.42$	יחס שוטף
$(138484 - 71852) / 84750 = 0.79$	$(174348 - 95192) / 123088 = 0.64$	יחס מהיר
$155661 / ((43500 + 46670) / 2) = 3.45$	$190947 / ((46670 + 58250) / 2) = 3.64$	מהירות מחזור לקוחות
$119421 / ((70000 + 71852) / 2) = 1.68$	$144991 / ((71852 + 95192) / 2) = 1.74$	מהירות מחזור מלאי

מדדי הנזילות מצביעים על הרעה ביחס השוטף וביחס המהיר. הרעה זו נבעה ממימון רכישת ציוד בעיקר ע"י אשראי לזמן קצר מבנקים.

מבחינת תפעול העסק עצמו חל שיפור: מהירות המחזור של הלקוחות גדלה, וכן מהירות מחזור המלאי גדלה.

יחס כיסוי ריבית

רווח לפני הוצאות מימון
הוצ' מימון

שנת 2004 $8.36 = 18808 / 2251$
שנת 2003 $15.71 = 12659 / 806$

אומנם חלה ירידה אבל עדיין קיים מרווח ביטחון מספיק גבוה.

ניתוח תזרים המזומנים (פעילויות שוטפות, פעילויות השקעה ופעילויות מימון)

תזרים מזומנים מפעילויות שוטפות הינו חיובי ואף צמח.

עקב רכישות הציוד המסיביות תזרים פעילויות השקעה הוא שלילי.

מפעילויות מימון ניתן לראות כי המימון לפעילת השקעה היה בחלקו הגדול ע"י גידול באשראי לז"ק.

איתנות פיננסית

אין לחברה הלוואות לזמן ארוך. מבחינה תפעולית מהירות המחזור של המלאי ושל הלקוחות גדלו. לחברה תזרים מזומנים חיובי מפעילויות שוטפות והצפי הוא כי המצב אף ישתפר לאור ההשקעות ברכוש הקבוע והתייעלות.

לכן, נראה כי למרות שיחסי הנזילות הורעו, לא תהיה לחברה בעיה לגייס הלוואות לזמן ארוך ולשפר את מצב נזילותה.