



10 יחסים פיננסיים לבחינת איתנותה הפיננסית של חברה וכושר הפירעון שלה

מערך השווה והמתכנן הפיננסי דוד בכר, CFP מציג עשרה יחסים פיננסיים שלדעתו מתאימים לבחינת איתנות פיננסית של חברות.

1. **יחס חוב לרווח תפעולי** (EBIT) – שיעור הרווח התפעולי של החברה בנטרול הכנסות/הוצאות אחרות (כולל הפסדי אשור) ביחס לסך ההכנסות שלה. יחס זה מצביע על רווחיות הפעילות של החברה, ללא השפעות המינוף. ככל שישם זה גבוה יותר כך עולה יכולתה של החברה לעמוד בזעזועים בביקוש בענף ובעלויות הפעילות תוך שמירה על רווחיות.

2. **שיעור EBITDA** – שיעור ה-EBITDA (המורכב מהרווח התפעולי של החברה בנטרול הכנסות/הוצאות אחרות (כולל הפסדי אשור) ובתוספת פחת והפחתות ביחס לסך ההכנסות שלה. יחס זה מצביע על רווחיות הפעילות של החברה, ללא השפעות המינוף והפחתות של השקעות הוניות אשר בוצעו עבר. גם כאן, ככל שישם זה גבוה יותר כך עולה יכולתה של החברה לעמוד בזעזועים בביקוש בענף ובעלויות הפעילות תוך שמירה על רווחיות.

3. **יחס שוטף** – היחס שבין הנכסים השוטפים של החברה לבין ההתחייבויות השוטפות שלה. יחס זה מצביע על יכולתה של החברה לעמוד בהתחייבויותיה השוטפות. ככל שישם זה גבוה יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר בטווח הקצר.

4. **שיעור מינוף** – שיעור החוב הפיננסי, נטו (המורכב מחוב פיננסי לזמן קצר, חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך, חוב פיננסי לזמן ארוך והתחייבויות בגין חכירה תפעולית בניכוי מזומן ושווי מזומן והשקעות לזמן קצר) של החברה מסך ההון המושקע (Invested Capital) שלה, המורכב מסך הצברם של החוב הפיננסי נטו (כמוגדר לעיל) במאזן החברה וסך ההון העצמי במאזן החברה (כולל זכויות מיעוט). שיעור זה מצביע על שיעור הנכסים הממומנים בחוב נטו מסך ההון המושקע של החברה. ככל שישם זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

5. **שיעור חוב משווי פעילות** (EV) – שיעור החוב הפיננסי, נטו (כמוגדר לעיל) של החברה מסך שווי הפעילות (Enterprise Value) שלה, המורכב מסך הצברם של מסך הצברם של החוב הפיננסי נטו (כמוגדר לעיל) במאזן החברה ושווי השוק של ההון העצמי של החברה בבורסה. שיעור זה מצביע על שיעור המינוף הכלכלי המשקף הן את שווי הנכסים הקיימים והן את פוטנציאל ההכנסות העתידיות המשתקף בשווי השוק של החברה. ככל שישם זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

6. **יחס חוב פיננסי לרווח תפעולי** (EBIT) – היחס שבין החוב הפיננסי, נטו (כמוגדר לעיל) של החברה לבין הרווח התפעולי (כמוגדר לעיל) שלה. יחס זה מצביע על יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה ממקורות שוטפים. ככל שישם זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

7. **יחס חוב פיננסי ל-EBITDA בניכוי CAPEX** – היחס שבין החוב הפיננסי, נטו (כמוגדר לעיל) של החברה לבין ה-EBITDA (כמוגדר לעיל) שלה

בניכוי ה-CAPEX (המורכב מהשקעות נטו בציד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים) שלה. יחס זה מצביע על יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה ממקורות שוטפים לאחר ביצוע השקעות הוניות. ככל שישם זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

8. **יחס חוב פיננסי לתזרים מזומנים חופשי** (FCF) – היחס שבין החוב הפיננסי, נטו (כמוגדר לעיל) של החברה לבין ה-FCF, תזרים המזומנים החופשי שלה. ה-FCF של החברה מורכב מה-FCF (התזרים מהפעילות השוטפת של החברה לפי הדוחות המאוחדים על תזרימי המזומנים שלה) ובניכוי ה-DIV (הדיבידנד ששולם על ידי החברה לפי הדוחות המאוחדים על תזרימי המזומנים שלה). יחס זה מצביע על יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה מהפעילות השוטפת של החברה ולאחר השקעות הוניות. ככל שישם זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

9. **יחס חוב למקורות מפעילות** (FFO) – היחס שבין החוב הפיננסי, נטו (כמוגדר לעיל) של החברה לבין ה-FFO, המקורות מהפעילות שלה. ה-FFO של החברה מורכב מ-FCF שלה לפני שוויים בהון חוזר ולפני שוויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים. יחס זה מצביע על יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה ולממן השקעות הוניות, נטו ונזילות דיבידנד מהתזרים מפעילות שוטפת. ככל שישם זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

10. **יחסי ריבית** – היחס שבין הרווח התפעולי (כמוגדר לעיל) של החברה לבין הוצאות הריבית (המחושבות כהוצאות המימון ברוטו בדוח הרווח וההפסד של החברה) שלה. היחס מצביע על יכולתה של החברה לשרת את הוצאות הריבית שלה ממקורות שוטפים ברמת החוב הנוכחית.

לשם המחשה, ערכתי השוואה על נתוני חברות התקשורת המובילות בישראל לשנת 2024.

- **בזק** – היחסים הפיננסיים של בזק בהתאם לתוצאות ארבעת הרבעונים האחרונים ומצבה הכספי ליום 31 בדצמבר 2024.

- **סלקום** – היחסים הפיננסיים של סלקום בהתאם לתוצאות ארבעת הרבעונים האחרונים ומצבה הכספי ליום 31 בדצמבר 2024.

- **פרטנר** – היחסים הפיננסיים של פרטנר בהתאם לתוצאות ארבעת הרבעונים האחרונים ומצבה הכספי ליום 31 בדצמבר 2024.

- **מדגם חברות זרות** – לצורך השוואה בינלאומית, בחרתי את מדגם 32 החברות הציבוריות בארה"ב ומסונגות בענף ה-Telecom. Services המשקפות את ענף שירותי התקשורת במחקר של פרוט אסוואות דמואראן מאוניברסיטת NYU לשנת 2024.

להלן סיכום תוצאות ההשוואה שערכתי:

ממוצע מדגם חברות זרות	פרטנר	סלקום	בזק	שיעור רווח תפעולי (EBIT)
20.7%	10.9%	8.4%	20.8%	שיעור EBITDA
34.5%	34.3%	29.7%	41.6%	יחס שוטף
1.18	1.26	0.75	1.12	שיעור מינוף
62.4%	28.1%	48.0%	73.4%	שיעור חוב משווי פעילות (EV)
49.1%	16.5%	39.7%	32.5%	יחס חוב לרווח תפעולי (EBIT)
6.09	2.43	6.05	3.73	יחס חוב ל-EBITDA בניכוי CAPEX
6.35	1.44	3.47	3.52	יחס חוב לתזרים חופשי (FCF)
7.72	1.98	4.27	7.39	יחס חוב לתזרים מפעילות (FFO)
4.07	0.74	1.70	1.96	יחסי ריבית
3.67	5.75	2.62	4.15	

שיעור רווח תפעולי (EBIT) ושיעור EBITDA – יחס זה מצביע על יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה ממקורות שוטפים. ככל שישם זה נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר.

יחס חוב פיננסי ל-EBITDA בניכוי CAPEX – היחס שבין החוב הפיננסי, נטו (כמוגדר לעיל) של החברה לבין ה-EBITDA (כמוגדר לעיל) שלה

התפעולית הגבוהה של בזק נובעת מפעילות התקשורת הנייחת שלה, אשר הינה רווחית באופן משמעותי בהשוואה ליתר הפעילויות ובכך ניתן להסביר את יתרונה בפרמטר זה ביחס למתחרים המקומיים. בשוק זה לבזק יתרון משמעותי בנתח השוק בעוד שהחברות האחרות מנסות לתחומי פעילות אחרים, בעלי שולי רווח נמוכים יותר. בהשוואה לחברות הגלובאליות בולטת בזק דווקא לטובה במדד שיעור ה-EBITDA.

יחס שוטף – על פי ההשוואה לעיל, ניתן לראות כי פרטנר מתאפיינת ביחס שוטף גבוה (עדיף) הן ביחס לחברות ההשוואה המקומיות והן ביחס לממוצע חברות ההשוואה הבינלאומיות. כפי שניתן לראות בנימוכים שביצעתי, היחס השוטף בכל החברות גבוה מ-1, דבר המצביע על קלות בפרעון ההתחייבויות השוטפות שלהן היות ומדובר בחברות בעלות יכולת גבוהה ליצירת מזומנים אשר משמשים לפעילותיהן השוטפות ולפירעון התחייבויותיהן.

שיעור מינוף ושיעור החוב משווי הפעילות (EV) – לפרטנר שיעור מינוף נמוך (עדיף) הן ביחס לחברות ההשוואה המקומיות והן ביחס לממוצע חברות ההשוואה הבינלאומיות. גם כאשר בחינים את שיעור המינוף הכלכלי (שיעור החוב משווי הפעילות), התוצאה נשארת זהה. נציין כי השווי הכלכלי של ההון העצמי של בזק עולה באופן משמעותי על השווי החשבונאי שלו, וזאת בהן היות כתוצאה מכיוון ייצור המזומנים של החברה הנובע מרווחיות גבוהה וכן מכך שנכסים, ובכללם נכסי נדל"ן ותשתיות, מוצגים במאזן החברה לפי דלתם ביחס לבזק שיעור החוב משווי הפעילות הוא יחס מתאים יותר משיעור המינוף הרגיל.

יחס חוב לרווח תפעולי (EBIT) ויחס חוב ל-EBITDA בניכוי CAPEX – ההשוואה שערכתי מלמדת כי יחס החוב של פרטנר הן לרווח התפעולי והן ל-EBITDA בניכוי השקעות הוניות נמוך (עדיף) הן ביחס לחברות ההשוואה המקומיות והן ביחס לממוצע חברות ההשוואה הבינלאומיות. הדבר נובע בעיקר בשל שיעור מינוף נמוך יחסית.

יחס חוב לתזרים חופשי (FCF) ויחס חוב למקורות מפעילות (FFO) – בהתאם לתוצאות ההשוואה יחס החוב של פרטנר הן לתזרים החופשי והן למקורות מפעילות נמוך (עדיף) הן ביחס לחברות ההשוואה המקומיות והן ביחס לממוצע חברות ההשוואה הבינלאומיות. הדבר מצביע על יכולת גבוהה יחסית של פרטנר לשרת את חובותיה מתזרימים שוטפים, גם בתקופה בה היא נדרשת להשקעות הוניות וגבוהות יחסית.

יחסי ריבית – פרטנר נהנית מיחס כסיו ריבית (הכולל גם השפעות הצמדה) גבוה (עדיף) הן ביחס לכל חברות ההשוואה המקומיות והן ביחס לממוצע חברות ההשוואה הבינלאומיות. ממצאים אלו מצביעים על יכולתה של פרטנר לשרת את הוצאות המימון ברוטו שלה ממקורותיה השוטפים באופן הממחיש את יכולת מחזור החוב שלה בתנאים נוחים (אם וככל שיבוצע על ידה).

בהקשרים אלו עוד נציין, כאשר מדובר על יחסים פיננסיים, יש כאלה המצביעים לצורך מספר יחסים ביחד למדד סטטיסטי מבוסס לרוב על גרסיה מרובת משתנים כדי לסייע בניבוי פשיטות רגל של חברות. החוקר שהיה מהלוצים בתחום הוא אד אלטמן אשר פרסם לראשונה את המודל שלו ב-1968.

המודל שלו התבסס על חמישה יחסים והוא אמד פונקציה שסייעה לסווג חברות כבעלות סיכון גבוה לפשיטות רגל במהלך השנתיים הקרובות. גישה זו מכונה בשם "מודל Altman" ומשמשת גם כמדד לזירוג אשראי סינטיטי לחברות לצורך אמידת מחיר החוב הנורמטיבית שלהם על בסיס עקומי ריביות.