



יחסים פיננסיים לבחינת כושר פירעון של חברה: יחסי החוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר הממוצעים בענפים שונים בארה"ב לשנת 2024

הלכלכל המוערך [האקטואר רועי פולניצ'ר](#) מציג את יחסי החוב הפיננסי לתזרים מפעילות (FFO) הממוצעים בקרב 91 ענפי משק שונים בארה"ב לשנת 2024.

יחס החוב הפיננסי לתזרים מפעילות (FFO)

הממוצע הענפי בענפים שונים בארה"ב לשנת 2024

שם הענף	יחס החוב הפיננסי לתזרים מפעילות (FFO)
פרסום	2.29
ציוד בנייה	1.09
ציוד ושירותים משרדיים	3.13
ציוד חשמלי	0.83
ציוד מוליכים למחצה	0.23
ציוד תקשורת	0.46
קמעונאות (REIT)	6.37
קמעונאות (אספקה לבניה)	1.12
קמעונאות (כללי)	1.08
קמעונאות (מכולות ומזון)	3.18
קמעונאות (מפיצים)	2.01
קמעונאות (קווים מיוחדים)	4.72
קמעונאות (רכב)	4.24
רהיטים/ריהוט לבית	3.35
ריט (קרן להשקעות במקרקעין)	9.57
רכבים ומשאיות	3.05
שידור	-1.79
שירותי מחשב	1.13
שירותי מידע	1.64
שירותי סביבה ופסולת	1.79
שירותי שדות גז	0.85
שירותי תמיכה בתחום הבריאות	1.55
שירותי תקשורת	4.42
שירותים לעסקים וצרכנים	1.41
שירותים פיננסיים (ללא בנקים וביטוח)	23.04
שירותים ציבוריים (כללי)	5.01
שירותים ציבוריים (מים)	4.95
תובלה אווירית	6.77
תוכנה (אינטרנט)	1.18
תוכנה (בידור)	0.05
תוכנה (מערכת ואפליקציה)	0.44
תחבורה (מסילות רכבת)	2.04
תחנות כוח	5.39
תעופה וחלל/הגנה	2.27
תקשורת אלחוטית	3.66
תרופות (ביוטכנולוגיה)	1.44
תרופות (פרמקולוגיה)	0.69

המקור: Damodaran, A. (2025)

יחס החוב הפיננסי לתזרים מפעילות (FFO)

הממוצע הענפי בענפים שונים בארה"ב לשנת 2024

שם הענף	יחס החוב הפיננסי לתזרים מפעילות (FFO)
כלל השוק	2.94
אלקטרוניקה (כללי)	0.71
אלקטרוניקה (לצרכן ולמשרד)	-0.07
אנרגיה ירוקה ומתחדשת	7.12
אריזה ומיכלים	2.32
בידור	3.64
ביטוח	1.06
ביטוח אלמנטרי	1.08
ביטוח חיים	1.48
ביטוח משנה	-0.16
בניה למגורים	0.70
בניית ספינות	0.75
בתי חולים/מוסדות בריאות	2.93
גומי וצמיגים	21.38
הובלה אווירית	3.16
הובלות	1.63
הוצאה לאור ועיתונות	1.75
הלבשה	1.96
הנדסה/בינוי	1.28
הנעלה	0.55
השכלה	2.17
השקעות וניהול נכסים	2.42
חומרי בניין	0.54
חלקי חילוף לרכב	2.13
חקלאות	1.73
טבק	1.22
טלוויזיה בכבלים	3.57
כימיה (בסיסי)	2.82
כימיה (מגוון)	16.77
כימיה (מומחיות)	1.87
קנזון	0.77
מוליכים למחצה	0.48
מוצרי בריאות	1.43
מוצרים לבית	1.44
מחשבים/ציוד היקפי	0.36
מידע וטכנולוגיה בתחום הבריאות	1.25
מכוונות	0.94
מלונאות/משחקים	2.73
מסעדות/הסעדה	2.56
משקאות אלכוהוליים	2.22
משקאות קלים	1.28
מתכות וכרייה	1.34
מתכות יקרות	7.96
נדל"ן (כללי/מגוון)	3.83
נדל"ן (פיתוח)	6.30
נדל"ן (תפעול ושירותים)	5.53
נופש	4.00
נפט וגז (הפצה)	2.77
נפט וגז (ייצור וחיפוש)	0.75
נפט וגז (משולב)	0.33
סיוטני מזון	2.67
עיבוד מזון	1.68
עץ ונייר	0.56
פחם ואנרגיה קשורה	-0.40
פלדה	0.52

המקור: Damodaran, A. (2025)

אחת הדרכים לבחינת איתנותה הפיננסית של חברה ישראלית (ציבורית ופרטית כאחד) היא ע"י השוואת הפרמטרים הפיננסיים העיקריים שלה ביחס לחברות ציבוריות בארה"ב המסווגות באותו ענף שבו היא פועלת, תחת ההנחה שהן דומות במאפייניהן לפעילות החברה. מאחר וישנה שונות גבוהה בין מאפייני החברות השונות, כגון: מבנה, אופי הפעילות והיקפי פעילות, הרי שאין משמעות רבה לערכים האבסולוטיים של הפרמטרים. לפיכך, מקובל לעשות שימוש ביחסים שבין פרמטרים פיננסיים שונים. יש לבחון את מצבה של החברה הן בערכי היחסים כשלעצמם, והן בהשוואה ליחסים אלה אצל חברות דומות (התואמות בקירוב לפעילות החברה), תוך התייחסות פרטית והסתכלות כוללת על מכלול התכונות. בסדרת מאמרים זו, אציג 10 יחסים פיננסיים הרלוונטיים ביותר לדעתי, כאקטואר סיכוני אשראי, לבחינת איתנותה הפיננסית של חברה וכושר הפירעון שלה. בכל מאמר אעסוק ביחס פיננסי אחר. במאמר זה אציג את היחס הפיננסי התשיעי: **יחס החוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר (FFO)**.

יחס החוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר (FFO) הוא למעשה היחס שבין החוב הפיננסי (כולל: יתרות חוב לתאגידים בנקאיים, למחזיקי אגרות החוב הסחירות והבלתי סחירות וההתחייבות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות, בניכוי מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים) של החברה הנבדקת לבין תזרים המזומנים שלה מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר. **יחס החוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר (FFO)** מצביע על יכולתה של החברה לפרוע את התחייבויותיה ולממן השקעות הוניות מהתזרים מפעילות.

ככל ש**יחס החוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר (FFO)** נמוך יותר, הדבר מעיד על חוסן פיננסי גבוה יותר של החברה הנבדקת. מבחינה אקטוארית, מיותר לציין שאם לחברה הנבדקת יש **יחס החוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר (FFO)** הנמוך מ-1, הרי שכבר במובן המאזני מדובר באינדיקציה חיובית ליכולת הפירעון שלה, ולהיפך. חשוב לציין, שאת **יחס החוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר (FFO)** של החברה הנבדקת יש לחשב בהתאם לחשב בהתאם לתוצאות 12 החודשים האחרונים אשר קדמו למועד הבדיקה ולמצבה הכספי נכון למועד הבדיקה.

לצורך השוואה בינלאומית, אני ממליץ לבחון את **יחס החוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר (FFO)** של החברה הנבדקת ביחס ל-Benchmark הענפי וכן על פי מחקר בדבר **יחסי החוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר (FFO)** של המלומד Aswath Damodaran בעבור הענף המקביל בארה"ב לענף שאליך משתייכת החברה הנבדקת. לא הרבה מעריכי שווי בארץ יודעים כי ניתן להשתמש במחקריו של המלומד לא רק לשם קבלת אומדנים להערכות שווי (כגון: מכפיל שווי, שיעורי הון, אומדני בתיאור סטטיות תקן) אלא גם לשם קבלת יחסים פיננסיים מקובלים.

הערה אינפורמטיבית: אמנם בסדרת מאמרים זו אני מציג יחסים פיננסיים ענפיים ממוצעים של חברות ציבוריות בארה"ב כבני-השוואה ליחסים פיננסיים של חברה ישראלית, אך יחד עם זאת חשוב לציין שהמלומד מפרסם גם מחקרים בדבר היחסים הפיננסיים הענפיים הממוצעים של חברות ציבוריות מאזורים גיאוגרפיים שונים, כגון: מערב אירופה, יפן, אוסטרליה (כולל ניו-זילנד וקנדה), סין, הודו וכן ברמה גלובלית. כך שלמעשה, ניתן להשוות את יחסיה הפיננסיים של החברה הנבדקת אל מול נתוני חתך רוחב (cross-section) של 7 ממוצעים של מדגמי חברות זרות שונות (קרי, 7 מדגמים של אותו הענף מ-7 אזורים גיאוגרפיים שונים לאותו מועד).

בסוף היום, על האקטואר לבדוק האם מהניתוח האמפירי שערך ביחס ליחס החוב לתזרים מפעילות שוטפת בניכוי שינויים בהון חוזר (FFO) החברה הנבדקת למועד הבדיקה, עולה כי יחס פיננסי זה שנבחן על ידו, ומקובל במסגרת בחינת איתנות פיננסית וכושר פירעון, נמצא בטווח המקובל אצל חברות ההשוואה או לא. אם התשובה היא חיובית, אז הדבר על כך שרמת המינוף הנוכחית של החברה הנבדקת הינה סבירה ומתאימה לאופי פעילות החברה כמו גם שהחברה מבצעת את פוטנציאל מקורות ההון השונים העומדים לרשותה ועושה בהם שימוש מושכל לטובתה, ולהיפך אם התשובה היא שלילית.

הכותב עורך חוות דעת אקטואריות לבחינת יכולת הפירעון והאיתנות הפיננסית של חברות במספר אופנים, אשר כל אחד מהם נועד לבחון, לגבות ולאשש את ממצאי האחרים: ניתוח השוואתי של היחסים הפיננסיים, עריכת תחזית תזרים המזומנים במספר תרחישים, בניית מודלים אקטואריים (דירוג אשראי סינטיטי), בחינת אינדיקציות פיננסיות חיצוניות ובדיקת קיומן של כריות ביטחון היכולות להעניק לחברה יכולת פירעון טובה יותר גם בפני זעזועים עסקיים או כלכליים קיצוניים ובלתי צפויים.



הכותב עורך חוות דעת אקטואריות לבחינת יכולת הפירעון והאיתנות הפיננסית של חברות במספר אופנים, אשר כל אחד מהם נועד לבחון, לגבות ולאשש את ממצאי האחרים: ניתוח השוואתי של היחסים הפיננסיים, עריכת תחזית תזרים המזומנים במספר תרחישים, בניית מודלים אקטואריים (דירוג אשראי סינטיטי), בחינת אינדיקציות פיננסיות חיצוניות ובדיקת קיומן של כריות ביטחון היכולות להעניק לחברה יכולת פירעון טובה יותר גם בפני זעזועים עסקיים או כלכליים קיצוניים ובלתי צפויים.