

# ללכת בעקבות הנסך

הרוחות הכספיים לרבעון השני שיתפרסמו החודש עשויים להיות קו פרשת המים של יזמיות המגורים: כשהנסכים השוטפים כוללים דירות שלא נמכרות, וההתחייבויות השוטפות כוללות הלוואות שצריכות להיפרע תוך שנה, אורך הנשימה מתקצר / עמית ביליה

החלט מצביע על גמישות פיננסית מוגבלת.

דוגמה נוספת ניתן לראות בדוחות י.ח. דרמי, מחברות הנדל"ן הגדולות בישראל, שגם צמחה באופן משמעותי בשנים האחרונות. לחברה יחס מינוף של 63%, ועומס חלויות אג"ח ואשראי בנקאי גבוה לשנה ולשנתיים הקרובות (החברה תדרוש למחור או לפרוע 65% מהחוב שלה בשנתיים הקרובות). נכון לרבעון הראשון, לחברה מספר לא מבוטל של 2,509 יח"ד בהקמה, מתוכם רק 938 יח"ד מכורות. כלומר, יש חשיפה למלאי בתרחיש של ירידת מחירים. לחברה תזרימים מוזנמים שלילי, ההון החוזר לתקופה של 3 שנים עומד על 394 מיליון שקל, אך מבחן ההון החוזר ל-12 חודשים קיים גרעון בהון החוזר של 3.7 מיליון שקל. ושוב, הסימנים של עצמם אינם מעידים על משבר, אך בתרחיש של המשך קיפאון ובעקבותיו ירידת מחירים, הפגיעה התזרימית יכולה להיות קשה.

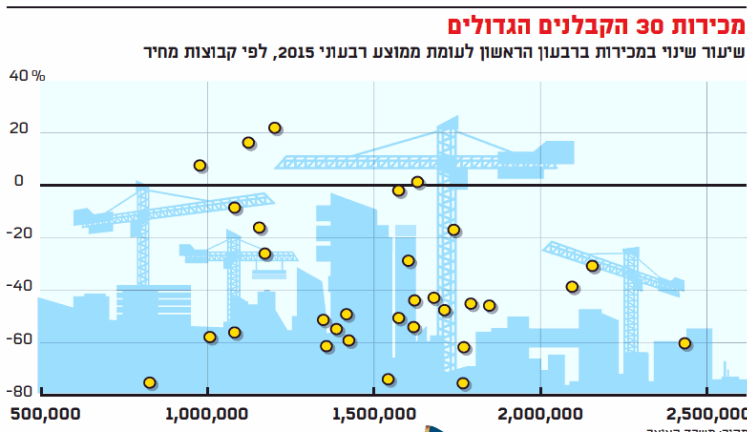
ואגב, נכון להיום, סדרות האג"ח של דרמי נסחרות במרווח ממוצע של 1.65% מאג"ח ממשלתי, מה שאומר ששוק ההון אינו מתמחר סיכון בחוב.

בשורה תחתונה, בזמן שכולם מחכים לראות מי יישבר ראשון,

**ברוב החברות היזמיות ההון החוזר נמוך משמעותית מהמספרים המוצגים, וחברות שהציגו הון חוזר חיובי ברבעון הראשון עשויות להציג בדוחות הבאים גרעון בהון החוזר ל-12 חודשים**

צריך לזכור שברגע שמתחילות בעיות תזרימים, שוק ההון מחשב מסלול מחדש. במקרה כזה צפויה עלייה בפרמיית הסיכון, מה שיקשה על חברות לגייס חוב וזל בסיבוב הבא. אם נראה המשך הרעה, הדבר ישפיע על יכולת החברות לייצר עודפי מוזנמים בכדי לשרת חוב, וחברות עם בעיות תזרימים יאלצו להוריד מחירים ויגררו את השאר. לכן, ככל שתקופת הקיפאון נמשכת, גובר הסיכון באג"ח חברות המגורים – וכך גם גובר הסיכון לירידת מחירים. ●

הכותב אנליסט ומנהל השקעות בבית ההשקעות יצירה



צילום אילוסטרציה: אייל פישר

הראתה צמיחה מהירה בשנתיים אחרונות, תוך כרי מינוף גבוה יחסית ויחס של 75% לחוב מול חוב והון עצמי. יתרה מכך, לחברה עומס חלויות אג"ח גבוה לשנה שנתיים הקרובות. ברוב רבעון ראשון ניתן לראות שלאאורה תזרימים כבדים: תזרימים המוזנמים מפעילות שוטפת אמנם שלילי, אך ההון החוזר (ל-3 שנים) חיובי ועומד על 228 מיליון שקל. אבל אם מעמיקים לרוח התקופתית של 2016 ניתן לראות שתזרימים המוזנמים חיובי – אך יש גירעון בהון חוזר ל-12 חודשים של 29 מיליון שקל.

חשוב להבהיר: זה עדיין לא מצביע על סיכון תזרימי מהותי, אך

וההתחייבויות השוטפים. לרוב, כשאנו בוחרים את סעיף הנכסים השוטפים בדוחות מרובי הנכסים שיהפכו למוזנמן בטווח של עד שנה. לכן, כאשר הרבר נהפך ל-3-5 שנים, מרובר בסיפור אחד לגמרי. מרוב, רוב ההתחייבויות השוטפות הן לטווח של עד שנה. מכאן אנו מסיקים שברוב החברות ההון החוזר נמוך משמעותית מהמספרים המוצגים, וחברות שהציגו הון חוזר חיובי ברבעון הראשון עשויות להציג בדוחות הבאים גירעון בהון החוזר ל-12 חודשים.

**מסלול מחדש**  
דוגמה לכך אפשר לראות בחברת אאורה, יום בינוני גדול. החברה

ההון החוזר – אחר הכלים החשובים להערכת יכולת חברה לעמוד בהתחייבויות לטווח הקצר. ההון החוזר מושווה כהפרש בין הנכסים השוטפים להתחייבויות השוטפות. בהסתכלות מעמיקה ניתן לשים לב שבחברות הנדל"ן למגורים רוב הנכסים השוטפים נמצאים בסעיף "מלאי בניינים יחידות דירור למכירה". בנוסף, בביאורים לרוח השנתי ברך כלל מצוין שהמחזור התפעולי של פרויקטים בפיתוח עולה על שנה ועשוי להימשך שלוש עד חמש שנים.

כלומר, בפרויקטים בפיתוח, הנכסים וההתחייבויות הקשורים באופן ישיר לאותה פעילות מוטווגים ברוח במסגרת הנכסים

קבוצה ויפרסמו חברות הנדל"ן למגורים דוחות כספיים לרבעון השני, כאשר שוק המגורים בקיפאון, הקונוים על הגרד, והקבלנים דוגרים על הסחורה. מרי יום אנו נחשפים להררי מידע ולשלל תחויות בנוגע לכיוון אליו צוער השוק, והשאלה העיקרית היא "מי יישבר ראשון": הקונוים שיושבים על הגרד ומחכים לירידת המחירים המיוחלת, או הקבלנים שעדיין לא מתפשרים על המחיר. התשובה תלוייה באורך הנשימה של חברות הנדל"ן למגורים, גם כקבוצה וגם כחידוים.

## גמישות נמוכה

ברבעון הראשון של 2017 נמשכה הגמגמה שהציגה ירידה חדה במכירת דירות חדשות – 31% בהשוואה לרבעון המקביל. בנייני רכישת למחיר "מחיר למשתכן", התעצם שיעור הירידה ל-37%. הירידה אינה נובעת מהיעדר מלאי או מלאי נמוך, אלא ככל הנראה מגמישות נמוכה יותר של קבלנים ביחס למחיר. הקבלנים עדיין מאמינים כי מה שהיה הוא שיהיה, ובסופו של דבר הביקוש הכבד ישתחרר. וכמו שאמר לאחרונה יגאל דרמי, בעל השליטה בחברת י.ח. דרמי, "בקבוק סודה שמנערים אותו – בסוף מתפרץ".

אכן, אם הציבור הרחב ישתכנע שהמחירים יעלו – הוא יחזור בהמוניו לשוק והמחירים ירקעו שחקים. אבל מגד, אם חברות הנדל"ן למגורים יראו חולשה בדוחות הקרובים – יהיה זה סימן לירידת מחירים קרבה. כבר ברבעון הראשון התחלנו לראות סריקים בתזרימים המוזנמים של החברות. חברות הנדל"ן למגורים מאופיינות במינוף גבוה, ויחס החוב לחוב והון עצמי נע בין 50% ל-75%. יחס גבוה משקף פוטנציאל גבוה לתשוואה על ההון, נתון טוב כמובן לבעלי המניות בשוק חיובי, אך הסיכון גבוה יותר בתקופות שליליות, בהן למינוף יש יכולת לפגוע משמעותית בהון העצמי.

התזרימים של רוב החברות מבוטס על מחזור חוב, בין אם מרובר בחוב בנקאי ובין ואם מרובר בחוב לשוק ההון (אג"ח), שנועד לשרת חובות קודמים. ישנן חברות עם עומס חלויות אג"ח גבוה לטווח הקצר והבינוני, כאשר חלק נכבד מהחוב אמור להיות משולם מהרווחים. חלק נכבד מחברות אלו מכירות ברווח בעת מסירת הנכס, כך שחברות שהמכירות שלהן ב-2015-2016 היו גבוהות, מכירות ברווחים ברבעונים אלו. מצד שני, חברות שבמלאי שלהן יש שיעור גבוה של דירות לא מכורות, נמצאות בבעיה. נקודה נוספת אליה צריך לשים לב היא פרמטר פיננסי שנקרא