

הערת אזהרה

0.273

13.5%

0.273

מועדון הערת ה"עסק חי" הולך וגדל

כבר לא מדובר במנת חלקן של חברות קיקיוניות בלבד: עם שמות כמו יצחק תשובה ואילן בן דב, מעגל החברות הציבוריות שהערת רואי החשבון ברוחות הכספיים מעמידה כסימן שאלה את המשך קיומן, הולך ומתרחב / **אביב לוי**

פרטום רוחות הרבעון השני לשנת 2011 שהגיע לסיבוב שבועו שעבר, חיוק את השטות המשקיעים ביוחס להאטה המסתמנת בפעילות העסקית, כשגם ראשי החברות הגדולות התבטאו ברוח זו.

השקפה רומה ביטאו בסוף השבוע גם כלכלני בנק הפועלים, שצינו כי "תמונת המצב העולה מהנתונים הכלכליים בישראל נראית שלילית במידת מה, כשהדבר נכון הן במישור המאקרו כלכלי, והן במישור המיקרו". כפי שפורסם ב"גלובס", ברבעון החולף נשחק הרווח הנקי המצרפי של 25 החברות המרכיבות את מוד המעו"ף בכ"כ 21%.

איתות נוסף בנוגע לכיוון השלילי אליו צועדות חלק גדול מהחברות הבורסאיות - שטרם קיבל מספיק תשומת לב - הוא ההתרחבות במספר הרוחות הכספיים שלהם מצורת הערת "עסק חי" בסקירת רואי החשבון לרוחות. מדובר בהערה שכשמה כן היא: צירופה מעיד על חשש מיכולתה של החברה להמשיך ולפעול כעסק חי בעתיד. הערה שכזו מהווה תמרור אזהרה למשקיעים בחברה, בקשר ליכולתה להתמודד עם התחייבויות העתידיות בשל מצבה הפיננסי הקשה.

מבדיקת הרוחות הכספיים שפורסמו בשבוע שעבר עולה כי הערות שכאלה - פעם בעיקר מנת חלקן של חברות קיקיוניות בעלות פעילות עלומה - מעטרות כיום עשרות רוחות כספיים לסיכום הרבעון השני והמחצית הראשונה של 2011, כשלקטגוריה זו מצטרפים בשנה האחרונה כמה מבעלי ההון

המרכיבים במשק, המצטרפת האחרונה למועדון החברות המפוקפק היא דלק נדל"ן של יצחק תשובה, שכפי שנחשף ב"גלובס" עוד טרם פרסום הרוחות, זכתה בסוף השבוע להערת "עסק חי" ברוחותיה.

ואכן, גם מי שאינו רואה חשבון בהשקעתו יכול להבין כי עם היקף ההתחייבויות של יותר מ-2 מיליארד שקל למחזיקי האג"ח, הפסד חצי שנתי של 475 מיליון שקל, וגירעון של 1.6 מיליארד שקל בהון העצמי, הספקות הנוגעים להמשך קיומה של דלק נדל"ן הם כמעט בגדר מובן מאלין.

חברה נוספת שהערת "עסק חי" מתנוססת מעל רוחותיה היא חברת ההשקעות טאו תשואות של אילן בן דב, שבדומה לדלק נדל"ן פועלת להשגת הסדר חוב עם מחזיקי האג"ח שלה. לטאו, שהפסידה בשנים האחרונות מאות מיליוני שקלים בהשקעות כושלות, גירעון של 409 מיליון שקל בהון העצמי, לצד התחייבויות אג"ח בהיקף של 509 מיליון שקל.

גם קמן אחזקות של רוני אלרואי, חתנו של תשובה הצטרפה לאחרונה למועדון. קמן נקלעה למלחמת הישרדות עסקית עקב השקעות שלא צלחו בתחומי העשייה המסורתית, ובחודשים האחרונים היא גיבשה תוכנית הבראה, עקב הידרדרותה להפסדים כבדים, שהעבירו אותה לגירעון של 52 מיליון שקל.

תוכנית זו, הכוללת בין היתר גם מימושים ומהלכי התייעלות, לא עשתה מספיק רושם על רואי החשבון שלה ממשדר סלמן וקסלמן. אלה מפנים את תשומת לב המשקיעים



אילן בן דב, טאו תשואות (צילום: תמר חפצי)



יצחק תשובה, דלק נדל"ן (צילום: תמר חפצי)



רוני אלרואי, קמן אחזקות (צילום: עינת לברון)

החברות עם הערת "עסק חי" (במיליוני שקלים)			
שם החברה (בסוגריים: תחום עיסוק) באדום: בעל שליטה	היקף אג"ח	הון עצמי	הפסד חצי שנתי
דלק נדל"ן (נדל"ן) יצחק תשובה	2,146	-1,641	-475
טאו (השקעות בחברות בורסאיות) אילן בן דב	509	-409	-33
קמן אחזקות (השקעות בחברות תעשייה) רוני אלרואי	263	-52	-27
אולימפיה (נדל"ן) קארל פרנס, אוסקר כצנלסון, אלכס גור, חיים גוטרמן, יוסף בר	235	47	-2
דוראה (נדל"ן) בצלאל איגר	210	-68	-30
שפיר פרויקטים (נדל"ן) משפחת שפירא	171	-143	רווח
אינספייר*** (השקעות בחברות תעשייה) אבי ורטהיים	135	-64	רווח
סינרגי כבלים (ייצור ושיווק כבלים) אלפיין גרופ	134	49	רווח
מטיס קפיטל*** (מחזיקה בפטרו גרופ) מוני הרצל	126	-60	-32
ליטו גרופ (ייצור מרכיבים לרכב ושולטת בליטו נדל"ן) יוסף בן חמו	119	-169	רווח
רשי (נדל"ן) שלום זינגר, ירון רוקמן, יואב קפלן	56	-18	-18
רילון (נדל"ן) יוסף בודנשטיין	35	47	-2
טי.אר.די (פיתוח ושיווק מכשור רפואי לרפואת שיניים) ישראל רמות וצבי דודוביץ	21	-17	-1
בנין (נדל"ן) דוד ביניאשווילי	19	-7	-4
אלרן השקעות (נדל"ן) גדי דנקנר	11	-68	-6
מולטימטריקס* (נדל"ן) אורי אומיד	2	-2	-6
עטיה* (נדל"ן) שלום עטיה	2	2	-1
אראסאל* (פיתוח ושיווק מוצרי אלקטרוניקה) זאב דגני	9	9	-11
גיא.אמ.אף** (מימון פרויקטים) פי.אר. פאנד	24	-24	-8
ריל אימגינג* (מחקר ופיתוח מערכת לגילוי סרטן השד) דיוויד וסימון רובן	4	-4	-45

להפסדי החברה, אי העמידה שלה באמות מידה והתננות פיננסיות ועמידה בהתחייבויות - איתותים שונים המעלים "ספקות משמעותיים באשר להמשך קיומה של החברה כעסק חי". חברות נוספות שהערת רואי החשבון מתנוססת ברוחותיהן ואשר בעבר ידעו לגייס מאות מיליוני שקלים ממחזיקי האג"ח על בסיס המוניטין שצברו בעלי השליטה בהן, הן דוראה של בצלאל איגר, אינספייר של אבי ורטהיים ומטיס קפיטל של מוני הרצל.

"מצבור של סימני אזהרה"

המכנה המשותף לחברות שהידרדרו לרשימה הוא קושי לעמוד בהחויי התחייבויות האג"ח הענקיות שגייסו בשנות הגאות טרם המשבר

הפיננסי העולמי. סך ההתחייבויות הללו (ראו טבלה) עומד על כ-4.5 מיליארד שקל, כאשר כמחצית מהן הן של דלק נדל"ן לברה "ברגע שהמצב הכלכלי מדרדר, מצב העסקים מחמיר. כאשר ההתחייבויות של החברות נשארות באותו סדר גודל ושוי הנכסים יורד, זו בדרך כלל הסיבה להופעתה של הערת "עסק חי", מסביר ר"ח מיקי בלומנטל, שותף מנהל בפירמת פאון קנה ושות' Grant Thornton. לדברי בלומנטל, "הערת 'עסק חי' לא אומרת שהחברה הגיעה לסוף דרכה, אלא שקיימים ספקות מהותיים שייתכן שהיא לא תוכל להמשיך ולהתקיים בעתיד. תקופת הרלוונטיות של ההערה היא 12 חודשים". בלומנטל מציין כי "אין רף טכני לצירוף הערת 'עסק חי'. יש

מצבור של עובדות וסימני אזהרה שאם הם נבגשים אפשר לדעת שיש התקדמות לטריטוריה של הערה כזו". בין הסימנים מזכיר בלומנטל גירעון בהון העצמי והחודר, תזרים מזומנים שלילי ומגוון יחסים פיננסיים אחרים המצביעים על קשיים פיננסיים. לדבריו, "אף אחד מהם לבד, וגם לא כולם יחד, מעידים בהכרח על הצורך בהערת 'עסק חי'. צריך להיות זהיר שלא להיגרר לצורך הערה כזו רק בגלל סימני האזהרה, משום שבהרבה מקרים יש גורמים המפצים על כך. "אנחנו, כרואי חשבון, מנהלים דו שיח עם החברה כדי להבין אם יש בה בעיה. אנחנו רואים אך מתנהלות ישיבות הירוקטוריון, קוראים פרוטוקולים ורואים את הדינמיקה העסקית. אחרי שאיתרנו שיש בעיה,

צריך לבחון אם היא אמיתית או שיש לכך הסברים מפצים". יניב בן ברוך, שותף ומנהל המחלקה המוקצועית בפאון קנה, אומר כי "בעולם אידיאלי אין לחברות השפעה על רואי החשבון, אבל ברגע שסוגיית 'עסק חי' עומדת על הפרק, מתקיימות שיחות עם ההנהלה שמנסה לתת נסיבות מקלות לכך שלא צריך לצרף הערה זו. "בהרבה מקרים, בהנפקות אג"ח שבוצעו בעבר חברות העניקו אמות מידה פיננסיות ערטילאיות שבין היתר מרבות על כך שלא תחול הרעה משמעותית במצב עסקי החברה. אם רואי החשבון יצרפו הערת 'עסק חי', למחזיקי האג"ח יהיה במקרה כזה אילן גבוה להיתלות בו, בטענה שנוצרה הרעה במצב".

יש לי מושג

הערת "עסק חי"

הערה שמצדפים רואי החשבון של החברות (ההלוואות מובטחות בשעבודים) או לחתום על הסכמי מימון חדשים מול נוטלי ההלוואות. בינתיים, את תוצאות GMF ממשיכה ללוות הערת "עסק חי" עקב הפסד של 2.4 מיליון דולר במחצית הראשונה של 2011, גירעון של כ-7 מיליון דולר בהון וגירעון בהון החודר בסך 9 מיליון דולר. ההפסד נגרם ברובו מרושום חשבוני של הריבית האפקטיבית בהסדר, בגובה 49%.

כמו כן, במהלך תקופת הרוח המשיכה החברה להפריש לחובות מסופקים: במחצית היא הפרישה 360 אלף דולר (לעומת 947 אלף דולר במחצית המקבילה), לאחר הפרשה של כ-1.5 מיליון דולר ב-2010 כולה.

● **תמר קובלנץ**

הצרות של GMF עוברות לידי מחזיקי האג"ח



גדי מנדל, מנכ"ל החברה



גדי מנדל, מנכ"ל החברה

שנה וחצי לאחר הסדר חוב שביצעה חברת המימון GMF מול מחזיקי האג"ח שלה, צפויים הללו להפוך בקרוב לבעלי השליטה בחברה. לפני כמה ימים היווה חברת המימון, שבשליטת קרן RP של רפי ברבר (המחזיק ב-63% מהמניות) ופועלים אי.בי.אי (36% מההון), כי הלוואה אחת מתוך חמש שנתרו לה לגבות, מחברת SAKARAS, לא תוחזר במלואה. מדובר בהלוואה בסך 5 מיליון דולר (שכבר תפחה ל-6 מיליון דולר) שניתנה לחברה רוסיית בתחום המחשוב, כחלק מקונסרציה מלווים שהעמידו לה מימון בהיקף של 30 מיליון דולר. אחד התשלומים, בסך 750 אלף דולר, היה אמור להיות משולם בסוף אוגוסט, אולם SAKARAS הודיעה כאמור כי לא תעמוד בו. GMF דורשת ממנה כעת פירעון מיידי.

GMF, שבניהולו גדי מנדל, ואשר בדיקטוריון שלה יושב לו סילבר, גייסה אג"ח בהיקף של כ-90 מיליון שקל בתחילת 2007. את תמורת ההנפקה השקיעה בעשר הלוואות שונות, שחמש מתוכן נפרעו במלואן עד סוף 2008. מספר הלוואות נוספות נפרעו באופן חלקי. במקביל, בוצע תשלום הקרן הראשון לבעלי האג"ח, אולם התשלום השני, שהיה אמור להיות משולם ביוני 2009, לא שולם עקב אי עמידה של חלק מהלווים בפירעון ההלוואות מ-GMF, והיא נאלצה לפעול להשגת הסדר חוב. בהסדר נקבע הן היתר, כי בעלי המניות GMF יעמידו לחברה ערבות של 25 מיליון שקל, שתפחת כנגד התשלום שישולמו לבעלי האג"ח. עוד נקבע, כי לחברה יינתנו שנתיים לגבות את החובות ולעמוד בתשלומי האג"ח, כשבסופו יעברו כל מניותיה לידי מחזיקי האג"ח.

גורם בחברה התייחס היום למחיר בו נסחרת האג"ח של GMF - כ-30 אגורות - ואמר ל"גלובס" כי "כל משקיע שקנה אגרות חוב בהנפקה יקבל עד סוף השנה את סכום ההשקעה שלו, כולל מימוש ערבויות הבעלים. ביחס לכל קרן מוזני אחרת, המשקיעים

* אין אג"ח ** בהמרה מדולרים *** טרם פרסמה דוחות רבעון 2