



# האם בעת חישוב החוב פיננסי ברוטו של חברה לצורך ביצוע הערכת שווייה יש להביא בחשבון מקדמות מלקוחות?

האקטואר **רוני פולניצר** מסביר מדוע אין להביא בחשבון מקדמות מלקוחות בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו לצורך ביצוע הערכת שווי לחברה בין אם בשיטת ה- DCF ובין אם בשיטת המכפיל.

שבוע נשאלתי על ידי קולגה שמבצע הערכת שווי של חברה הפועלת כקבלן מבצע בביצוע עבודות בנייה למגורים ושלא למגורים, האם יש להביא בחשבון מקדמות מלקוחות בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו לצורך ביצוע הערכת שווי לחברה או אם לאו. מכאן אני רוצה להתחיל את המאמר שלי.

אז תחילה הלכתי לבדוק כיצד המילון הבינלאומי למונחים בתחום הערכות השווי של עסקים (International Glossary of Business Valuation Terms) (להלן: "המילון") מגדיר את המונח חוב פיננסי ברוטו. המילון איננו מגדיר את המונח חוב כעמוד בפני עצמו (stand-alone) אלא במסגרת הגדרת המונח הון מושקע (Invested Capital). בתוך כך, המונח **חוב (Debt)** מוגדר כדלקמן: "**בדרך כלל (א) כל החוב (לטווח קצר לטווח ארוך כאחד) נושא ריבית; או (ב) חוב ארוך טווח נושא ריבית**". מהגדרה זו, אני מסיק 2 מסקנות. מסקנתי הראשונה היא שחוב פיננסי ברוטו הוא בהכרח כל מה שנושא ריבית. מסקנתי השנייה היא שקיימות למעשה שתי אסכולות בכל הקשור לחוב פיננסי ברוטו, האחת המאמינה כי יש להביא בחשבון גם את החוב הפיננסי ברוטו לטווח קצר ואחרת המאמינה שיש לקחת רק את החוב הפיננסי ברוטו לטווח ארוך.

ואז נזכרתי כי ב-6 בספטמבר 2018 פרסמתי ביחד עם חברי יוסי דקל מאמר מקצועי **כחב העת סטטוס** שכותרתו **"הערכת שווי יחסי מיוזג וייעוץ עסקאות"**, שבו הצגנו את האסכולה השנייה הדוגלת בכך שבעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו של חברה ניתן להתעלם מהחוב לטווח קצר. במאמרנו כתבנו כהאי לישנא: "**אחת הסוגיות היא האם לקחת בחשבון את החוב הפיננסי ברוטו לטווח קצר בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו. הגישה לרוב היא להתעלם מהחוב הפיננסי ברוטו לטווח קצר מאחר והוא מתקזז מול הנכסים הפיננסיים השוטפים, ולכן מקובל לסבור שניתן להתעלם הן מנכסים פיננסיים שוטפים והן מהתחייבויות פיננסיות שוטפות (לחילופין אפשר להוסיף לשווי הפעילות נכסים פיננסיים שוטפים ואז לנכות בנוסף לחוב הפיננסי ברוטו לטווח ארוך גם את החוב הפיננסי ברוטו השוטף). ההנחה היא שהנכסים הפיננסיים השוטפים אינם מניבים והם מהווים מאגר נזילות המשמש לתשלום החובות הפיננסיים השוטפים המיידיים.**"

במילים אחרות, יוסי דקל ואנוכי הסברנו במאמרנו כי בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו ניתן למעשה התעלם מהחוב הפיננסי ברוטו לטווח קצר (המורכב לרוב מאשראי מבנקים ומגורמים אחרים לזמן קצר ומחלק החוב השוטף בגין אגרות חוב והחזר הלוואות לבנקים) תחת ההנחה שהוא בדרך כלל בגובה יתרות המזומן, שווי המזומן וההשקעות הנזילות.

עוד באותו ערב חבר טוב הזכיר לי שב-12 במאי 2010 שלחתי מייל בנושא החוב הפיננסי למלומד ה'יה פרופי יורם עדן. ב-13 במאי 2010 (יום למחרת) ענה לי הפרופי כדלקמן: "**ההנחה היא שהערך התפעולי של החברה צריך לשקף גם את ההון החוזר התפעולי - לרבות לקוחות וספקים לזמן ארוך הנובעים מהפעילות במהלך העסקים הנוטף. לגבי חייבים וזכאים אחרים שלא נובעים מהפעילות השוטפת: כמו הלוואות לעובדים, יתרות בעלי מניות, וכו' יש לסווג או כחלק מהחוב הפיננסי נטו, או כנכסים עודפים**

**שלא תורמים לתורמים**". מתשובתו של הפרופי ניתן להבין אין להביא בחשבון מקדמות מלקוחות בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו לצורך ביצוע הערכת שווי לחברה הואיל והן נובעות מהפעילות במהלך העסקים השוטף.

מייד, וזכרתי שבנובמבר 2002 עת הייתי סטודנט שנה א' ללימודי חשבונאות באוניברסיטת בן-גוריון נגב למדתי מספרה של ראש המחלקה שלי דאז, פרופי גילה בניסתי, "**חשבוניות פיננסיות - תיאוריה ויישומים**" בהוצאת פלס. על פי ספרה של פרופי בניסתי מקדמות מלקוחות הן חלק אינטגרלי מסעיף זכאים ויתרות זכות (Accounts Payables). פרופי בניסתי מגדירה בספרה **מקדמות מלקוחות (Advances from Customers)** כ: "**כספים שנתקבלו מלקוחות בתקופה חשבונאית אחת תמורת מוצרים/שירותים שיופקו להם בעתיד, בתקופה שלאחר תאריך המאזן. עובדה זו יוצרת לפירמה התחייבות תפעולית כלפי לקוחותיה לספק להם מוצרים/שירותים בעתיד**".

למעשה פרופי בניסתי מסבירה לנו שמקדמות מלקוחות הן התחייבות תפעולית של העסק כלפי לקוחותיו ולא פיננסית שלו כלפיהם. עוד נעיר כי פרופי בניסתי בספרה עושה אבחנה בין מקדמות מלקוחות לזמן קצר לבין מקדמות מלקוחות לזמן ארוך. הפרופי בספרה מגדירה **מקדמות מלקוחות לזמן ארוך (Long Term Advances from Customers)** כ: "**כספים שנתקבלו מלקוחות בתקופה חשבונאית אחת תמורת מוצרים/שירותים שיופקו להם בעתיד במועד שהוא מעבר לשנה מתאריך המאזן**". למעשה על פי פרופי בניסתי מקדמות מלקוחות (לזמן קצר ולזמן ארוך כאחד) נחשבות הלכה למעשה למרכיבי הון חוזר של העסק ולא להתחייבויות פיננסיות.

לבסוף, לשם השלמת התמונה, ניגשתי לבדוק את הסוגייה באתרו של המלומד פרופי Aswath Damodaran מאוניברסיטת NYU הנחשב לאוטוריטה מקצועית ידועה ומוכרת בעולם בתחום הערכות השווי. באתרו של המלומד, בדף הנקרא "Variables used in Dataset", הוא מגדיר משתנים המשמשים כתשומות בביצוע הערכות שווי חברות. על פי המלומד **חוב (Debt)** מוגדר כ: "**כזה הכולל בחובו הן חוב לטווח קצר והן חוב לטווח ארוך (אך לא התחייבויות לספקים ותנני שירותים, זכאים, אחרים ויתרות זכות או התחייבויות שאינן נושאות ריבית), כאשר עלותו הפנקסנית של החוב בספרי החברה משמשת כאומדן מייצג (Proxy) לשווי השוק של החוב**".

למעשה, פרופי יורם עדן, פרופי בניסתי ופרופי דמדוראן "סגרו" לנו את הסוגייה בקובעם כי אין להביא בחשבון מקדמות מלקוחות בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו לצורך ביצוע הערכת שווי לחברה מאחר ומדובר בהתחייבות תפעולית ולא בהתחייבות פיננסית ולכן יש לתת להן ביטוי דרך ההון החוזר התפעולי אך לא כחלק מהחוב הפיננסי.

כעת נסתכל על תמצית המאזן של החברה, שאת שווייה הקולגה שלי מבקש להעריך לסוף שנת 2019. מתמצית המאזן עולה כי החוב הפיננסי של החברה לבנקים ברוטו הסתכם ליום 31.12.2019 בכ-4.6 מיליון ₪. כמו כן, לחברה יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בסך של כ-16.0 מיליון ₪, מה שאומר שלחברה זו נכון ל-31.12.2019 יש עודף נכסים פיננסיים על התחייבויות פיננסיות ולכן יש לה יתרת נכסים פיננסיים, נטו, בסך של כ-11.3 מיליון ₪.

תמצית מאזן	
31.12.19	31.12.19
(באלפי ₪)	(באלפי ₪)
<b>נכסים שוטפים:</b>	
מוזמנים ושוי מוזמנים	15,125
השקעת לזמן קצר	850
לקוחות, הנכנסים לקבלת חייבים	149,494
מלאי	1,400
	167,069
<b>תחייבויות לא שוטפות:</b>	
רכוש קבוע	47,480
הלוואה מתאגיד בנקאי	18,009
תחייבויות כולל חובות לבעדים, נטו	3,224
	68,813
הון עצמי, שטיר הון וחייב בעלים	94,896
	235,882
סה"כ נכסים	235,882
סה"כ תחייבויות הון עצמי	235,882
	0

כעת, נניח והיינו טועים לחשוב שאכן יש להביא בחשבון את המקדמות מלקוחות בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו של החברה, מה אז היה קורה? אז החוב הפיננסי של החברה לבנקים, ללקוחות ולמזמיני עבודה ברוטו ליום 31.12.2019 היה קופץ מ-4.6 מיליון ₪ לכ-39.5 מיליון ₪, בעוד שיתרת המזומן, שווי המזומן וההשקעות הנזילות של החברה נשארה בסך של כ-16.0 מיליון ₪, מה שאומר שלחברה זו נכון ל-31.12.2019 יש כעת עודף התחייבויות פיננסיות על נכסים פיננסיים ולכן יש לה **חוב פיננסי, נטו, בסך של כ-23.5 מיליון ₪**. אז מהי המשמעות של הבאה בחשבון של מקדמות מלקוחות בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו לצורך ביצוע הערכת שווי לחברה שבדוגמה לעיל?

הרווח מפעולות רגילות של החברה הסתכם ב-31.12.2019 בכ-22.7 מיליון ₪ ומכפיל ה-EBIT הממוצע 10 תורות ציבוריות מתחום הבנייה שמנייתיהן נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב נאמד על ידי ליום ה-31.12.2019 בכ-11.6. כעת נבצע הערכת שווי לחברה בשיטת מכפיל ה-EBIT ונראה מה נקבל עם ובלי (With and Without) הבאה בחשבון של מקדמות מלקוחות בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו לצורך ביצוע הערכת שווי לחברה.

הערכת שווי חברת בניה למגורים ע"ב	
מכפיל ה-EBIT ליום 31.12.2019	מקדמות מלקוחות
עם	בלי
(במיליוני ₪)	(במיליוני ₪)
רווח תפעולי בשנת 2019	22.7
מכפיל EBIT ממוצע של חברות מדגם	11.6
<b>שווי פעילות 2019</b>	<b>264.4</b>
חוב פיננסי ברוטו	-4.6
נכסים פיננסיים	16.0
<b>שווי חברה</b>	<b>275.7</b>

אז מה ניתן ללמוד מהערכת השווי שביצעתי לעיל? אנו רואים שכאשר אנו לא מביאים בחשבון מקדמות מלקוחות וממזמיני עבודה בסך של כ-34.8 מיליון ₪ בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו, או אז שווי החברה נאמד ב-275.7 מיליון ₪, וכאשר אנו לוקחים בחשבון את יתרת המקדמות מלקוחות וממזמיני עבודה בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו, אז שווי החברה נופל בגובה יתרתה ונאמד רק ב-240.9 מיליון ₪.

ממאמר זה ניתן לגזור 2 מסקנות. המסקנה הראשונה היא שאין להביא בחשבון מקדמות מלקוחות בעת חישוב החוב הפיננסי ברוטו לצורך ביצוע הערכת שווי לחברה בין אם בשיטת ה- DCF ובין אם בשיטת המכפיל. המסקנה השנייה היא שאם מישוהו רוצה "להחזיר" את שווייה של חברה לשווא (לריק, סתם ושלא לצורך), הוא יכול לעשות זאת על ידי הבאה בחשבון של יתרת המקדמות מלקוחות כחלק מהחוב הפיננסי ברוטו של החברה.