

"עבור עסקים עם הכנסות שנתיות של עד 30 מיליון ש"ח אין צורך לחשב CAPM, מחיר חוב ו-WACC"

האקטואר רועי פולניצר מסביר מדוע עבור עסקים קטנים (מחזור הכנסות של עד 26 מיליון ש"ח בשנה) לא משתלם לחשב את מחיר ההון המשוקלל ע"פ מודלים מימוניים מורכבים.



מהו עסק קטן?

עסק קטן (Small business) בארה"ב מוגדר על ידי ה-SBA (הסוכנות לעסקים קטנים בארה"ב) ככזה "המעסיק לא יותר מ-1,500 עובדים ובעל הכנסות שנתיות של פחות מ-38.5 מיליון דולר, תלוי בענף". אמנם המספרים האלה נראים עצומים, אולם על פי נתוני ה-SBA כמעט 90% מהעסקים הקטנים בארה"ב מחזיקים פחות מ-20 עובדים והכנסות השנתיות שלהם נמוכות מ-7.5 מיליון דולר. בהינתן שער חליפין של 3.472 שקלים חדשים לדולר (נכון למועד כתיבת שורות אלה), הרי שמדובר בהכנסות שנתיות של כ-26 מיליון ש"ח. למעשה מדובר בעסקים בעלי טווח רחב של הכנסות שנתיות החל מההכנסות המקסימליות ביותר של 26 מיליון ש"ח, לעומת ההכנסות המינימליות ביותר של אפס וכן כל טווח האפשרויות שביניהם.

השיטה של ג'יימס שילט

במאמר שפרסמתי בכתב העת סטטוס בשנת 2016 שכותרתו "מודלים של בניה מלמטה עבור פעילויות עסקיות קטנות" סקרתי שיטות שונות לגיבוש שיעורי נכיון הראויים לעסקים קטנים. השיטות שסקרתי אינן שיטות איזוטוריות, אלא שיטות שהוצגו בספרי לימוד שונים בהערכות השווי (למשל בספרם של פראט, ריילי ושווייס Valuing Small Businesses & Professional Practices בהוצאת McGraw-Hill) כמו גם במדריכים השונים לאנשי השטח (למשל במדריך של האיגוד הלאומי מעריכי שווי מוסמכים בארה"ב ה-NACVA).

אחת השיטות שסקרתי במאמרי הייתה שיטת פרמיית הסיכון של ג'יימס שילט. במאמר שכותרתו "Selection of Capitalization Rate – Revisited" אשר פורסם על ידי שילט בשנת 1991 בכתב העת Business Valuation Review מצוין כי בכדי לקבוע את שיעור הניכיון הראוי לעסק המוערך יש לקבוע תחילה לאיזו קטגוריה משתייך העסק על פי מאפייניו השונים.

על פי שילט יש לקבוע את שיעור הניכיון הראוי לעסק כסך הצברם של שיעור הריבית שרת הסיכון ארוכת הטווח ופרמיית סיכון (זו של שילט). הרציונאל הוא משקיע בעסק בדרך"כ דורש קודם כל לקבל תשואה השווה לשיעור התשואה לפדיון (ברוטו) על איגרת חוב ממשלתית ארוכת טווח (לטווח ארוך ככל האפשר) בתוספת פיצוי הן בגין סיבה התנהגותית (מחקרים אמפיריים מצביעים על כך שלפרטים קל יותר להתמודד עם ההווה אך לא עם העתיד, ועל כן אם הפרט מוותר על כספו בהווה הוא רוצה פיצוי על כך בעתיד) והן בגין סיבה אקטוארית (דיסקאונט עבור העובדה שההכנסות אמורות להגיע אי שם בעתיד וגם דיסקאונט הנובע מהסיכון שאותן הכנסות לא יגיעו בכלל).

5 הקטגוריות של שילט

שילט יצר חמש קטגוריות של עסקים, כדלקמן:

קטגוריה 1- עסקים מבוססים בעלי מיצוב מסחרי חזק, הממומנים היטב, בעלי עומק ניהולי, אשר רווחיהם ההיסטוריים יציבים ושניתן לחזות במידה רבה את רווחיהם העתידיים. פרמיית הסיכון שאותה יש להוסיף מעל לשיעור הריבית ארוכת הטווח הנקובה במטבע הדיווח של העסק (מכאן ואילך: "RF"), עבור עסקים המשתייכים לקטגוריה זו לצורך קביעת שיעור הניכיון הראוי להם (WACC) נעה בטווח שבין 6% ל-10%.

קטגוריה 2- עסקים מבוססים בענף תחרותי יותר, הממומנים היטב, בעלי עומק ניהולי, אשר רווחיהם ההיסטוריים יציבים ושניתן לחזות במידה מספקת את רווחיהם העתידיים. פרמיית הסיכון שאותה יש להוסיף מעל ל-RF עבור עסקים המשתייכים לקטגוריה זו לצורך קביעת שיעור הניכיון הראוי להם (WACC) נעה בטווח שבין 11% ל-15%.

קטגוריה 3- עסקים בענפים תחרותיים ביתר (כאלו שנדרש הון מועט על מנת להיכנס אליהם), ללא עומק ניהולי, בעלי מרכיב גבוה של סיכון ובעלי היסטוריה פיננסית טובה. פרמיית הסיכון שאותה יש להוסיף מעל ל-RF עבור עסקים המשתייכים לקטגוריה זו לצורך קביעת שיעור הניכיון הראוי להם (WACC) נעה בטווח שבין 16% ל-20%.

קטגוריה 4- עסקים קטנים התלויים במימונות ייחודית של אדם אחד או שניים או לחילופין עסקים מבוססים גדולים יותר בעלי אופי מחזורי ביותר. בשני המקרים, ייתכן שרווחיהם העתידיים של עסקים אלו יטו בצורה ניכרת מהתחזיות לגביהן. פרמיית הסיכון שאותה יש להוסיף מעל ל-RF עבור עסקים המשתייכים לקטגוריה זו לצורך קביעת שיעור הניכיון הראוי להם (WACC) נעה בטווח שבין 21% ל-25%.

קטגוריה 5- עסקים קטנים של "אדם אחד" (One-Man Show) בעלי אופי של שירותים אישיים, כאשר יכולת העברת זרמי ההכנסות של עסקים אלו לצדדים שלישיים מוטלת בספק. פרמיית הסיכון שאותה יש להוסיף מעל ל-RF עבור עסקים המשתייכים לקטגוריה זו לצורך קביעת שיעור הניכיון הראוי להם (WACC) נעה בטווח שבין 26% ל-30%.

הקטגוריה של שילט המתאימה לעסק המוערך משפיעה כמובן על החלטתו של מעריך השווי בדבר פרמיית הסיכון של שליט שאותה עליו להוסיף מעל לשיעור הריבית שרת הסיכון ארוכת הטווח לשם קביעת שיעור הניכיון הראוי לעסק המוערך.

הרציונאל של שיטת שילט

הרציונל של שיטת שילט הוא כי מאפיינים מסוימים של עסקים אמורים להפחית את אי-הוודאות האופפת את תחזיותיהן הפיננסיות. כתוצאה מכך, המשקיעים רואים את ההשקעה כמסוכנת פחות ושיעור התשואה אותו הם ידרשו בגין השקעתם בעסק המוערך יורד בהתאם. יחד עם זאת, הקטגוריה שאליה משתייך העסק המוערך חשובה לא רק להבנת רמת הסיכון הגלומה בהשקעה בו, כי אם גם לצורך בחירת השיטה המתאימה לקביעת שיעור הניכיון הראוי לו.

יש לציין שעבור עסקים קטנים (קטגוריות 1-5), פרמיית סיכון הנעה בטווח שבין 21% ל-30% עולה בקנה אחד הן עם תוצאות מחקרו של ג'יימס פלאמר (שכותרתו QED Report on Venture Capital Financial Analysis שפורסם בשנת 1987 ע"י חברת QED Research, Inc) והן עם תוצאות מחקרם של ויליאם סלמאן ודניאל שרליס (שכותרתו Method For Valuing High-Risk, Long-Term Investments: The Venture Capital Method שפורסם בשנת 1989 ב-Business School Teaching Note בדבר שיעורי התשואה הנדרשים על ידי קרנות הון סיכון בגין השקעותיהן בעסקים המצויים בשלב ה-Bridge (עסקים מוכרים שהשיגו כבר יעדים כגון רווחיות תפעולית או תזרים מזומנים מאוזן או חיובי) או בשלב ה-IPO (עסקים עם היסטוריה של רווחיות תפעולית או תזרים מזומנים חיובי, אשר הנפקתם בבורסה עשויה להתרחש בשלב זה) הנעות בין 20% ל-35% לפי מחקרו של פלאמר ובין 20% ל-35% לפי מחקרם של סלמאן ושרליס.

לסיכום

שיטת שילט, ש"עושה שכלי", איננה מקצה לכל גורם סיכון אפשרי פרמיית סיכון ידועה וקבועה כי אם למכלול של גורמי סיכון. שיטת שילט קובעת למעשה לכל אחת מהקטגוריות השונות עבור עסקים שונים טווח של פרמיית סיכון שנתון לשיקול דעתו הבלעדי של מעריך השווי.

מתוך שיקולי cost effective, לעניות דעתי, עבור עסקים עם הכנסות של עד 10 מיליון ש"ח אין בכלל מה לאמוד את שיעור הניכיון היות ושיטת ה-DCF להערכת שווי עסקים איננה מספקת (לעניות דעתי) ערך מוסף "מהותי" מעל לשווי המתקבל משיטת המכפיל להערכת שווי עסקים, עבור מאמץ כפול או משולש (מבחינת שעות עבודה והפעלת מודלים מורכבים).

מאותם שיקולים ממש, לעניות דעתי, עבור עסקים עם הכנסות של בין 10 מיליון ש"ח ל-30 מיליון ש"ח אפשר בכל זאת להשתמש בשיטת ה-DCF אבל אז אין טעם להשקיע שעות עבודה מאומצות בגיבוש שיעור נכיון ראוי "לתפארת מדינת ישראל" ע"י מודלים מימוניים כגון CAPM ו-WACC, אלא פשוט להשתמש בשיטת שילט או במחקרים שהוזכרו.