



כיצד מחושב ערך השייר ושיעור הצמיחה הפרמננטי בהערכת שווי של עוסקים עצמאיים?

מעריך השווי רועי פולניצר מסביר כיצד מחשבים ערך השייר בהערכת שווי של עוסקים עצמאיים.

כעת אציג 4 דוגמאות להערכות שווי של עוסקים עצמאיים שבהם קבעתי את אופק ההיוון ואת שיעור הצמיחה הפרמננטי בקבוע הזמן השני.

בדוגמה הראשונה, בעל העסק הוא רופא נותן שירותים יחיד בן 60 במועד הערכת השווי. מועד הערכת השווי הוא 31.3.2018 ולכן בניתי 2 קבועי זמן. קבוע הזמן הראשון הוא תחזית ל-9 החודשים האחרונים של שנת 2018, שנת 2019 כולה, שנת 2020, שנת 2021, שנת 2022 ושנת 2023. קבוע הזמן השני הוא משנת 2024 ועד לשנת 2028 (השנה בו בעל העסק יגיע לגיל 70). מאחר ושיעור הצמיחה הממוצע הגיאומטרי של הכנסות העסק ב-5 השנים שקדמו למועד הערכת השווי היה גבוה יותר מ-0% (הוא שיעור הצמיחה הפרמננטי המקובל כיום בהערכות שווי של עוסקים עצמאיים בישראל) והסתכם ב-5%, הרי שבקבוע הזמן הראשון התחלתי משיעור צמיחה שנתי זה (5%) בשנת 2018 והקטנתי את שיעור הצמיחה השנתי ב-0.83% מדי שנה, בכל אחת מהשנים, עד לרמה של 0.83% בשנת 2023. בקבוע הזמן השני הנחתי צמיחה שנתי של 0% בכל אחת מהשנים משנת 2024 ועד שנת 2028.

בדוגמה השנייה, בעל העסק הוא עו"ד נותן שירותים יחיד בן 66 במועד הערכת השווי. מועד הערכת השווי הוא 30.6.2017 ולכן בניתי רק קבוע זמן אחד. קבוע הזמן שלי הוא תחזית לחציין השני של שנת 2017, שנת 2018 כולה, שנת 2019, שנת 2020 ושנת 2021 (השנה בו בעל העסק יגיע לגיל 70). מאחר ושיעור הצמיחה הממוצע הגיאומטרי של הכנסות העסק ב-5 השנים שקדמו למועד הערכת השווי היה נמוך יותר מ-0% והסתכם במינוס 3% (-3%), הרי שבקבוע הזמן שלנו התחלתי משיעור צמיחה שנתי של מינוס 3% בשנת 2017 והגדלתי את שיעור הצמיחה השנתי ב-0.50% מדי שנה, בכל אחת מהשנים, עד לרמה של מינוס 1% (-1%) בשנת 2021 (כדי להגיע תיאורטית לרמה של 0% בשנה 2023).

בדוגמה השלישית, בעל העסק הוא אדריכל נותן שירותים יחיד בן 57 במועד הערכת השווי. מועד הערכת השווי הוא 31.12.2016 ולכן בניתי 2 קבועי זמן. קבוע הזמן הראשון הוא לשנת 2017 כולה, שנת 2018, שנת 2019, שנת 2020 ושנת 2021. קבוע הזמן השני הוא משנת 2022 ועד לשנת 2030 (השנה בו בעל העסק יגיע לגיל 70). מאחר ושיעור הצמיחה הממוצע הגיאומטרי של הכנסות העסק ב-5 השנים שקדמו למועד הערכת השווי היה שווה ל-0%, הרי שבקבוע הזמן הראשון התחלתי משיעור צמיחה שנתי זה (0%) בשנת 2017 והחזקתי את שיעור הצמיחה השנתי קבוע ברמה של 0% לשנה בכל אחת מהשנים, עד לרמה של 0% בשנת 2023. בקבוע הזמן השני הנחתי צמיחה שנתי של 0% בכל אחת מהשנים משנת 2022 ועד שנת 2030.

בדוגמה הרביעית, בעל העסק הוא רו"ח נותן שירותים יחיד בן 73 במועד הערכת השווי. מועד הערכת השווי הוא 30.9.2015 ולכן לא בניתי שום קבוע זמן או תחזית עבורו, מאחר והוא כבר עבר את גיל 70 (גם בגילאים האלה מתגרשים).

בקיצור, יש לא מעט הבדלים בין הערכת שווי של חברות בע"מ בעלות מנגנון עסקי לבין הערכת שווי של עוסקים עצמאיים ללא מנגנון עסקי.

נסביר כי למרות שגיל הפרישה כחוק לגבר כיום הוא גיל 67, הרי שמניסיוני בבתי משפט בתיקים לענייני משפחה, מקובל להניח גיל פרישה של 70 לגבר, בעל עסק עצמאי ללא מלאי מהותי (קרי, עסק שנותן שירותים) שהוא מתפקד בו כנותן השירותים יחיד (כגון: רופא, עו"ד, רו"ח וכו'). לפיכך, לא יעלה על הדעת שבריאותית (גופנית, נפשית וקוגניטיבית) אדם בן 70 ימשיך לעבוד עוד שנים משל היה בן 50.

מתי מעט הם העצמאיים בעלי המקצועות של צווארון לבן הממשיכים לעבוד לאחר גיל 70. לפיכך, קבוע הזמן הראשון הוא שוטף + המינימום מבין 5 שנים או מספר השנים שמביא את בעל העסק לגיל 70.

כעת נשאלת השאלה, מהו אם כך קבוע הזמן השני? קבוע הזמן השני, לא יכול להיות לאינסוף. הנחת העבודה המקובלת בקרב מעריכי שווי של עוסקים עצמאיים היא שאם אכן מדובר בעסק של נותן שירותים יחיד (בין אם עובדת איתו מזכירה או מנהלת חשבונות ובין אם עובדים איתו עוד עובדים אך הם אינם נותני השירותים בעסק), הרי שבגיל 70 אותו בעל עסק יסגור את העסק. מאחר ומדובר בעסק ללא מלאי מהותי ועם מוניטין אישי הרי שאין לצד ג' מה לקנות בעסק (מלבד ציוד משרדי או רכבים) ועל כן, ערך השייר יחושב כדלקמן:

- 1) אם בעל העסק צפוי להגיע (מבחינת גילו כמובן) לגיל 70 במהלך 5 השנים שלאחר מועד הערכת השווי – הרי שערך השייר הוא אפס ואז למעשה במודל ה-DCF הרלוונטי יש רק קבוע זמן אחד, הוא קבוע הזמן הראשון.
- 2) אם בעל העסק לא צפוי להגיע (מבחינת גילו כמובן) לגיל 70 במהלך 5 השנים שלאחר מועד הערכת השווי – הרי שערך השייר יחושב כתקופה שמשנה 6 ועד לשנה שבה בעל העסק יגיע לגיל 70.

למעשה מה שאני בא וטוען כאן הוא שבעת הערכת שווי של עוסק עצמאי נותן שירותים יחיד, יש לבנות שני קבועי זמן התלויים בגילו של בעל העסק ולא לעבוד לפי המתודת המקובלת בהערכת שווי חברות ולהניח ערך שייר משנה 6 ועד לאינסוף. ושוב, אשאל, אם יש לנו בעל עסק עצמאי נותן שירותים יחיד (נניח- מעריך שווי) שהוא בן 72 במועד הערכת השווי האם אין זה פשע לבנות עבורו תחזית פיננסית לתקופה של שוטף פלוס 5 שנים לאחר מועד הערכת השווי? והאם יש להוסיף חטא על פשע ולהניח ערך שייר משנה 6 לאחר מועד הערכת השווי ועד לאינסוף? אני חושב שהתשובות לשתי השאלות הללו הן חד-משמעיות: לא ולא.

כעת אעבור לדון בסוגיה נוספת הקשורה לעוסקים העצמאיים: היה והוחלט שיש לחשב את ערך השייר כפי שקבעתי לעיל, מהו אם כך צריך להיות שיעור צמיחת ההכנסות/התזרים בקבוע זמן זה? גם כאן, יש צורך לתת את הדעת על כך שלא הגיוני שככל שבעל העסק הולך ונהיה זקן יותר בגיל, הכנסותיו תלכנה ותצטמצמן – לדעתי ההיפך הוא הנכון.

בשנתיים האחרונות מעריכי שווי חברות רבים שפעלו בזירת הערכות השווי לצרכי דיווח חשבונאי-כספי בהתאמה לתקני חשבונאות ישראלים, IFRS ו-US GAAP נכנסו לזירת הערכות השווי לצרכי איזון משאבים עקב הליך גירושין בין בני זוג. כפועל יוצא מכך מעריכי שווי רבים שניסו המקצועי מתמצה בהערכת שוויין של חברות בע"מ (ציבוריות ופרטיות כאחד) המוכרות מוצרים (קרי, לא נותני שירותים ולכן בעלי מלאי מהותי) ובעלות מנגנון עסקי (קרי, מוניטין עסקי) נדרשים כיום להערכת שוויין של עוסקים עצמאיים (בין המאוגדים כחברה או בין אם כעוסק מורשה/פטור) המספקים שירותים (קרי, לא מוכרי מוצרים ולכן גם ללא מלאי מהותי).

הבעיה היא שהספרות המקצועית בתחום הערכות השווי של עוסקים עוסקת כמעט בכללותה אך ורק בהערכת שווי של חברות בע"מ, בעלות הנהלה עבה (thick Management), קרי חברה שאיננה תלויה במאמציו של אדם בודד להצלחה תפעולית ופיננסית עתידית, המוכרות מוצרים (קרי, בעלות מלאי מהותי) ובעלות מוניטין עסקי (קרי, יכולת של עסק להניב תזרימי מזומנים חיוביים לאורך זמן באופן מובהק סטטיסטי, ללא כל תלות באדם מסוים).

באחרונה נשאלתי מספר פעמים, כאוטוריטה מקצועית ידועה ומוכרת בישראל בתחום הערכות השווי של חברות ועוסקים עצמאיים, על ידי מעריכי שווי חברות (כאלה שחדרו לתחום הערכות השווי לצרכי איזון משאבים) כיצד יש לחשב את ערך השייר בעת הערכת השווי של עסק בעל הנהלה רזה וללא מנגנון עסקי להבדיל מהערכת השווי של עסק בעל הנהלה עבה ומנגנון עסקי.

נזכיר שבעת הערכת השווי של חברה בע"מ בעלת הנהלה עבה ומנגנון עסקי לפי שיטת ה-DCF מקובל להפריד את רכיבי המודל לשני קבועי זמן: (i) שוטף פלוס 5 שנים שלאחר מועד הערכת השווי ו- (ii) משנה 6 שלאחר מועד הערכת השווי ועד לאינסוף (להלן: "ערך השייר"). נשאלת השאלה האם בעת הערכת שווי של עוסק עצמאי יש לחשב את ערך השייר לאינסוף? האם לא ראוי להתחשב בגילו של בעל העסק, קל וחומר אם מדובר בעסק שבו נותן שירותים יחיד וללא מנגנון עסקי – שלא ניתן לנתק את בעל העסק מהעסק?

לשיטתי, בעת הערכת השווי של עוסק עצמאי, קל וחומר כזה שהוא נותן שירותים יחיד, יש להפריד את רכיבי המודל לשני קבועי זמן.

קבוע הזמן הראשון הוא שוטף פלוס 5 שנים שלאחר מועד הערכת השווי, אך רק בתנאי שגילו של בעל העסק במועד הערכת השווי לא עולה על 65. נסביר כי לא ייתכן מצב שבמועד הערכת השווי בעל העסק הינו בן 70, מועד הערכת השווי הוא 30.06.2019 ואנחנו צריכים לבנות תחזית לשוטף + 5 שנים, קרי, למחצית השנייה של שנת 2019, שנת 2020 כולה, שנת 2021, שנת 2022, שנת 2023 ושנת 2024 – מה שאומר שבתום תקופת התחזית בעל העסק יהיה בן 75.