



קונבנציית השוק "שוטף+5 שנים". מהו אופק ההיוון המקובל בהערכות שווי תאגידיים בעולם במסגרת שיטת ה-DCF?

מעריך השווי [רועי פולניצר](#) מסביר כיצד נקבע מספר תקופת הזמן של התחזית הפיננסית, במסגרת שיטת ה-DCF, כתלות במועד הערכת השווי.

4. אם מועד הערכת השווי הוא יום ה- 30.09.2018, או אז קבוע הזמן הנקרא "אופק ההיוון" יורכב הן מתחזית לשוטף (כלומר עד לסיום השנה הקלנדארית, הווה) ואמר ל- 3 החודשים האחרונים של שנת 2018 במקרה דנן שלפנינו – כלומר יש תחזית לשוטף) והן מתחזית ל- 5 השנים השלמות הבאות (קרי, 2019, 2020, 2021, 2022 ו- 2023). לאמור- במקרה דנן שלפנינו, השנה המייצגת תהיה שנת 2024.

5. אם מועד הערכת השווי הוא יום ה- 31.12.2018, או אז קבוע הזמן הנקרא "אופק ההיוון" יורכב הן מתחזית לשוטף (כלומר עד לסיום השנה הקלנדארית, הווה) ואמר **לאפס** החודשים האחרונים של שנת 2018 במקרה דנן שלפנינו – כלומר אין תחזית לשוטף) והן מתחזית ל- 5 השנים השלמות הבאות (קרי, 2019, 2020, 2021, 2022 ו- 2023). לאמור- במקרה דנן שלפנינו, השנה המייצגת תהיה שנת 2024.

6. אם מועד הערכת השווי איננו אחד מ- 4 מועדי החתך המקובלים (31.12, 31.03, 30.06 או 30.09), או אז על מעריך השווי לפעול על פי העקרונות של 4 מועדי החתך המקובלים ולהשתמש בכלל ה"שוטף+5 שנים" + שנה מייצגת.

ובאמת ניתן לראות שכאשר מועד הערכת השווי הוא ה- 31.12 אז יש לנו 6 תקופות זמן (5 שנים שלמות בתוספת שנה מייצגת) ועבור כל מועד הערכת שווי אחר יש לנו 7 תקופות זמן (שוטף, 5 שנים שלמות בתוספת שנה מייצגת).

טעות נוספת שביצע המומחה בהערכת השווי הייתה שהשנה המייצגת אצלו הייתה כאמור רבע שנה (הרבעון הראשון של שנת 2023) ולא שנה שלמה והוא "שכפל אותה לאינסוף" מדי רבעון (ממש כפי שמשכפלים פרויקט תקופתי בתורת המימון) מבלי שהוא מבין בכלל מה הוא עושה.

כמובן שהוא לא שכפל את רבע השנה הזו נכון, כי הלא לפנינו עומד פרויקט (תיאורטי) ל- 3 שנים שחוזר על עצמו לנצח מדי 3 שנים ועל כן עלינו להוונן לאינסוף בשיעור היוון אפקטיבי ל- 3 שנים ולא בשיעור היוון שנתי. הוא הדין לגבי פרויקט ל- 3 חודשים (והלא ברבעון עסקי) אשר חוזר על עצמו כל רבעון לעד – עלינו להוונן בשיעור היוון אפקטיבי רבעוני.

מעל עשור וחצי שאני רואה מעריכי שווי אשר טועים הן במספר תקופות הזמן המרכיבות את התחזית הפיננסית והן באורכן, בין אם מועד הערכת השווי הוא ה- 31.12 ובין אם לא. חשוב להבין כי שיטת ה- DCF היא לא פחות מתהליך רב-שלבי מסובך הכולל ביצוע של 308 חישובים מתמטיים וגיבוש 220 אומדנים סטטיסטיים. למעשה שיטת ה- DCF הינה תהליך מורכב שיש לנהלו מקצה-לקצה (E2E Flow) הכולל את בנייתם ואימונם של 12 מודלים סטטיסטיים-מימוניים (Research to Production). **בקיצור, DCF – לא מה שחשבתם!!!**

מה שהוא עשה שם? לפניי נגלתה תמונה של תחזית שברור שמי שבנה אותה, מומחה להערכות שווי הוא לא. רק על מנת לסבר את האוזן. המומחה בנה תחזית מוזרה ביותר. הוא עמד ב- 30.09.2018 (קרי, זמן 0) ויוצר תחזית לרבעון האחרון של שנת 2018 - עד כאן הכל תקין. מכאן הוא מייצר תחזית ל- 4 השנים השלמות הבאות (קרי, 2019, 2020, 2021 ו- 2022) – שגם בסדר גמור, למרות שהוא לא יודע לבנות תחזית.

לבסוף הוא מייצר תחזית לרבעון הראשון של שנת 2023 וקורא לה "השנה הייצוגית". את השנה המייצגת (או השנה הנורמטיבית) מקובל להוון לאינסוף לפי מודל גורדון באמצעות שיעור היוון שנתי (שיעור היוון הינו הפער שבין שיעור הנכיון לבין שיעור הצמיחה הפרמנטית).

אז היכן שגה המומחה? נתחיל מכך שהתחזית הפיננסית המקובלת במסגרת מתודת ה- DCF, על פי הארגונים המקצועיים למעריכי שווי בארה"ב, נעה בין 6 ל- 7 תקופות זמן. למה? כי באומדן תחזית הם מפרידים את המודל לשני קבועי זמן (i): אופק היוון: "שוטף+5 שנים", ממועד הערכת השווי בתוספת 5 השנים השלמות הבאות ו (ii) - ערך שיר: מהשנה המייצגת ועד לאינסוף.

אז מה אומרת אותה קונבנציית "שוטף+5 שנים"? מוסכמת שוק זו גורסת את ששת העקרונות הבאים:

1. אם מועד הערכת השווי הוא יום ה- 31.12.2017, או אז קבוע הזמן הנקרא "אופק ההיוון" יורכב הן מתחזית לשוטף (כלומר עד לסיום השנה הקלנדארית, הווה) ואמר **לאפס** החודשים האחרונים של שנת 2017 במקרה דנן שלפנינו – כלומר אין תחזית לשוטף) והן מתחזית ל- 5 השנים השלמות הבאות (קרי, 2018, 2019, 2020, 2021 ו- 2022). לאמור- במקרה דנן שלפנינו, השנה המייצגת תהיה שנת 2023.
2. אם מועד הערכת השווי הוא יום ה- 31.03.2018, או אז קבוע הזמן הנקרא "אופק ההיוון" יורכב הן מתחזית לשוטף (כלומר עד לסיום השנה הקלנדארית, הווה) ואמר ל- 9 החודשים האחרונים של שנת 2018 במקרה דנן שלפנינו – כלומר יש תחזית לשוטף) והן מתחזית ל- 5 השנים השלמות הבאות (קרי, 2019, 2020, 2021, 2022 ו- 2023). לאמור- במקרה דנן שלפנינו, השנה המייצגת תהיה שנת 2024.
3. אם מועד הערכת השווי הוא יום ה- 30.06.2018, או אז קבוע הזמן הנקרא "אופק ההיוון" יורכב הן מתחזית לשוטף (כלומר עד לסיום השנה הקלנדארית, הווה) ואמר ל- 6 החודשים האחרונים של שנת 2018 במקרה דנן שלפנינו – כלומר יש תחזית לשוטף) והן מתחזית ל- 5 השנים השלמות הבאות (קרי, 2019, 2020, 2021, 2022 ו- 2023). לאמור- במקרה דנן שלפנינו, השנה המייצגת תהיה שנת 2024.

השבוע הגיעה לשולחני הערכת שווי עסק שהגיש מומחה לבית משפט (מכאן ולהבא: המומחה). מועד הערכת השווי, כלומר, נקודת הזמן הספציפית שהערכת השווי נכונה לה הייתה יום ה- 30 בספטמבר 2018. לאמור- מעריך השווי "עומד" ב- 30 בספטמבר 2018 ומביט קדימה אל העתיד, בהתעלמו כמובן מכל מה שידוע לו היום שארע לעסק או לסביבה העסקית שבה הוא פועל ממועד הערכת השווי (קרי, "זמן אפס", כפי שנהוג לכנותו בתורת המימון) לבין מועד הדוח (קרי, מועד הכנת חוות הדעת בנושא הערכת השווי).

כיצד הגיעה הערכת השווי לשולחני? אז הסיפור מתחיל בעו"ד לענייני משפחה בעל תואר ראשון משולב במשפטים וכלכלה שהוא ומרשו הגיעו אליי לפגישת ייעוץ עם שאלות בנוגע להערכת שווי שהכין המומחה. מכאן אני רוצה להתחיל את הכתבה שלי.

"האם נהוג לבצע הערכת שווי לעסק שלא להוה, אלא לעבר?" שאל אותי עו"ד. "כן", עניתי. הסברתי לעו"ד את ההבדלים שבין המונחים "מועד הערכת השווי" ו"מועד הדוח" כמו גם שבהערכת שווי לצרכים משפטיים, מי שקובע את מועד הערכת השווי הוא בית המשפט. קל וחומר כאשר בית המשפט ממנה מומחה מטעמו ומוציא לו כתב מינוי לטובת משימת הערכת שווי שבו הוא מגדיר את מועד הערכת השווי המבוקש.

"כן", המשיך עורך הדין, "אבל ניתן היה לבצע הערכת שווי להיום ופשוט לגלגל את השווי לאחור עד למועד הערכת השווי באמצעות ריבית השוק, אתה יודע שיש דבר כזה היוון?" שאל העו"ד. "מבחינה מימונית-תיאורטית, מה שתיארת אפשרי, אבל מבחינה אקטוארית-פרקטית, זה לא מקובל", עניתי. הסברתי לעו"ד שבקרב מעריכי שווי בישראל שהם למעשה הפרקטיקנים האמיתיים של תחום מימון הפירמה (corporate finance) מקובל לעשות שימוש אך ורק בנתונים שהיו ידועים ובמידע שהיה קיים נכון למועד הערכת השווי.

"למה?" הוא שאל בפליאה, "זה דבילי לגמרי". "כי הערכת שווי כלכלית", עניתי, "אמורה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נתון בזמן מסוים על בסיס נתונים ידועים, תוך התייחסות להנחות יסוד ותחזיות הנאמדות על בסיס מידע קיים ועל כן היא רלוונטית למועד הערכת השווי בלבד", עניתי, "זוהי קונבנציה (מוסכמת שוק) ידועה ומוכרת בקרב אנשי השטח בתחום הערכות השווי בעולם וכל המדריכים לאנשי השטח בתחום קובעים כך".

"הבנתי, אני רוצה שתביט בבקשה בתחזית של המומחה", ביקש ממני עו"ד, רק על התקופות שהוא חזה. האם זה תקני