

# מהו שיעור ההיוון הראוי המשמש לקביעת השווי של משרד רואי חשבון קטן בישראל?



מערך השווי דוד בכר, CFP, CLU, CFV קובע במאמר זה טווח סביר לשיעור היוון עבור משרד רואי חשבון קטן בישראל.

שבוע נשאלתי על ידי קולגה מהו שיעור ההיוון הראוי המשמש לאמידת השווי הכלכלי העתידי של זרם התקבולים, נטו הצפויים לנבוע מפעילות משרד רואי חשבון בישראל לרוץ הצמדה 2023 (להלן: "מועד החישוב") ומכאן אני רוצה להתחיל את המאמר שלי. אז החלטתי בחיפוש אחר עבודות הערכת שווי של משרדי רואי חשבון אצל הקולגות שלי ולא מצאתי עבודות שכאלה. מאחר ולא מצאתי החלטות לנסות ולאמוד בעצמי את מחיר ההון הראוי לפעילות משרד רואי חשבון על בסיס מודל ה-COCS (Cost of Overall Capital Structure). מודל ה-COCS הוא מודל מימוני לחישוב עלות ההון הכולל של חברה במקום מודל ה-WACC.

יתרונו העיקרי של מודל ה-COCS הינו פשטותו ומהירותו ביחס למודל ה-WACC מאחר והוא מייצר את הצורך הן באמידת המשקלות היחסיים של ההון העצמי והחוב הפיננסי ברטו והן באמידת עלות החוב לחברה, שני פרמטרים המקשים על חישוב ה-WACC. מדוע הם מקשים על חישוב ה-WACC? מאחר והמשקלות היחסיים צריכים לשקף את שווי השוק של ההון העצמי והחוב הפיננסי ברטו, ולא את השווי הנפסקני שלהם.

הוא הדין גם לגבי עלות החוב אשר צריכה לשקף את עלות הגיוס של החברה כיום בשוק כשהיא משוחררת מכל שיעבוד ובטוחה ולא את עלותה ההיסטורית בספרי החברה תחת רעיונות בעלים. חסרונו העיקרי של מודל ה-COCS הוא שהוא תלוי בביתא הנכסית (Assets Beta) של חברה המטרה, כאשר לא קיימת כיום טכניקה האומדת את הביתא הנכסית במישרין מנתוני השוק, אלא באמצעות טכניקות האומדות אותה בעקיפין מתוך הביתא ההונית (Equity Beta) של חברה המטרה.

מה הבעיה עם זה? שאמידת הביתא הנכסית בצורה שכזו נתונה לסיכון מודל. בקיצור, הסבר מלא של מודל ה-COCS ממסגרת מאמר זה. המחשה ברורה של השימוש בו ניתן למצוא אצל במאמרו של Polanitzer שכתורתו Overall Capital Structure (COCS) in Python; Predict the Expected Returns to Both Equity Holders and Debt Holders in Israeli Companies מאת Medium. נוסחת ה-COCS הינה כדלקמן:

$$COCS: K_{assets} = R_f + \beta_{assets}(RP_m) + RP_s$$

$R_f$  - הינו שיעור הריבית הריאלית חסרת הסיכון שבו. כאומדן לפרמטר זה בחנתי את שיעור התשואה השנתית לפדיון (ברוטו) של אגרות חוב של מדינת ישראל מסוג ממשלתי צמודה, אשר משקל החיים הממוצע (מח"מ) (Duration) שלהן עמד על 25 שנים, הנושאות תשואה לפדיון של 1.78% נכון למועד החישוב.

$(RP_m)$  - הינו רכיב פרמיית הסיכון בשוק ההון. כאומדן לפרמטר זה בחנתי את פרמיית הסיכון של שוק ההון הישראלי על פי מחקר בדבר פרמיית הסיכון בשוקי ההון של פרופ' Aswath Damodaran (להלן: "המלומד") לשנת 2023. להערכתי פרמיית הסיכון של שוק ההון הישראלי הנקובה במחקרו של המלומד בשיעור של 6.3% משקפת באופן נאות את מרכיבי אי הודאות הגלומים בהשקעה בחברות בישראל.

$\beta_{assets}$  - הינה הביתא הנכסית (הביתא התפעולית). כאומדן לפרמטר זה בחנתי את הביתא הלא ממונפת בענף השירותים הפיננסיים במערב אירופה על פי מחקר בדבר אומדני הביתא של ענפים שונים של המלומד לשנת 2023. להערכתי הביתא הלא ממונפת הנקובה במחקרו של המלומד ברמה של 0.25 משקפת באופן נאות את הביתא הנכסית הראויה למשרד רואי חשבון בישראל. למרות שידוע לי שמקובל בקרב

מעריכי השווי בישראל לעשות שימוש בנתוני הביתא של חברות אמריקאיות ולא של חברות ממערב אירופה, הרי שלדעתי כאשר מדובר על ענף השירותים הפיננסיים בישראל, לדעתי הוא דומה יותר לזה שבמערב אירופה על פני זה שבארה"ב.

$RP_s$  - הינו שיעור תשואה נוסף, המשקף תוספת תשואה נדרשת לחברות סחירות בהתאם לגודל החברה (פרמיית גודל). כאומדן לפרמטר זה בחנתי את פרמיית הגודל הראויה למשרד רואי חשבון קטן בישראל על פי מחקר בדבר פרמיית הגודל בקרב חברות ציבוריות בגדלים שונים בארה"ב של חברת הייעוץ Kroll שפורסם במרץ 2023. להערכתי הממוצע של פרמיית הגודל מסוג 10B (הנקובה במחקרה של חברת הייעוץ בשיעור של 7.83%) ושל פרמיית הגודל מסוג 10th Decile (הנקובה במחקרה של חברת הייעוץ בשיעור של 4.83%) משקף באופן נאות את תוספת התשואה הנדרשת על השקעה במשרד רואי חשבון קטן בישראל.

**לפיכך, אמדתי את מחיר ההון המשוקלל של משרד רואי חשבון קטן בישראל על סמך מודל ה-COCS ב-8.78%.**

למרות האמור לעיל, ולשם בחינת סבירות חישובי, שבתי ובחנתי את שיעור הניכיון המשתמע הגלום (Implied Discount Rate) במכפיל ה- $EV/EBIT(1-t)$  של ענף השירותים הפיננסיים (לא כולל בנקים וחברות ביטוח) במערב אירופה על פי מחקר בדבר מכפילי ה- $EV/EBIT(1-t)$  של ענפים שונים של המלומד לשנת 2023. למיטב הבנתי ההופכי של כל מכפיל הוא שיעור ההיוון (Cap Rate) המשמש להיוון לאינסוף של פרמטר הבסיס (שבמכנה של המכפיל, להבדיל מפרמטר התשלום המצוי במונה של המכפיל), כאשר שיעור ההיוון הוא ההפרש שבין שיעור הניכיון ושיעור הצמיחה הפרמנטלי.

כך לדוגמה, ההופכי של מכפיל הרווח הנקי (P/E) הוא שיעור ההיוון המשמש להיוון לאינסוף של הרווח הנקי, שזהו למעשה שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי המניות של החברה בניכוי שיעור הצמיחה הפרמנטלי שלו וזאת היות והרווח הנקי ממש של החברה שייך אך ורק לבעלי המניות של החברה. במקרה דנן שלפנינו, ההופכי של מכפיל ה- $EBIT(1-t)$  הוא שיעור ההיוון המשמש להיוון לאינסוף של ה- $EBIT(1-t)$ , שזהו למעשה שיעור התשואה הנדרש על ידי בעלי החוב השונים ומחזיקי ההון העצמי של החברה כאחד היות והרווח התפעולי הנקי ממש של החברה שייך הן לבעלי החוב השונים והן למחזיקי ההון העצמי של החברה.

כך, הפרמטר הקרוב ביותר לתזרים המזומנים הפנוי לבעלי הפירמה (FCFF - Free Cash Flow to Firm) הוא הרווח התפעולי הנקי של החברה, הלא הוא ה- $EBIT(1-t)$  ניתן להוכיח זאת בקלות. כידוע לכל מעריך שווי תאגידים, על מנת להגיע מה- $EBIT(1-t)$  ל-FCFF נדרשות 3 התאמות בלבד:

1. הוספת הוצאות הפחת
2. ניכוי היקף ההשקעות הנורמטיבי החזוי ברכוש קבוע (CAPEX)
3. ניכוי היקף ההשקעה החזוי בהשקעות הון חוזר לא מזומן (ANon-cash WC)

בנחה שהיקף ההשקעות הנורמטיבי החזוי ברכוש קבוע זהה להיקף הוצאות הפחת - הנחה שמקובלת על ידי ה-IRS (רשות המיסים האמריקאית) - הרי ששתי ההתאמות הראשונות מוציאות זו את זו ולכן הן מתבטלות. לגבי ההתאמה השלישית הבא ונעשה תרגיל קטן.

שיעור ההון החוזר הלא מזומן מסך ההכנסות הממוצע בארה"ב נאמד ב-30%. כעת ניקח חברה שהכנסותיה צפויות לצמוח מדי שנה בכ-5%.

סך ההון החוזר הלא מזומן שלה מדי שנה יעמוד כאמור על 30% מסך הכנסותיה. לא מעט, אבל שימו לב שההשקעה בהון החוזר הלא מזומן שלה תהווה רק כ-1% מסך הכנסותיה מדי שנה. רוצה לומר, שאם ההתאמה השלישית מהווה בסך הכל 1% מסך ההכנסות, הרי שמדובר בהתאמה שערכה אינו מהותי. במילים אחרות, ברוב המקרים ההתאמה השלישית הינה שולית וזניחה ועל כן ניתן להתעלם ממנה.

תחת ההנחות הללו, אנו מקבלים שה- $EBIT(1-t)$  מהווה בקירוב אומדן (proxy) טוב ל-FCFF. אם כך הם פני הדברים אז גם מכפיל ה- $EV/EBIT(1-t)$  מהווה בקירוב אומדן (proxy) טוב למכפיל ה- $EV/FCFF$ . הואיל וההופכי של מכפיל ה- $EV/FCFF$  בתוספת שיעור הצמיחה הפרמנטלי המקובל במשק שממנו נגזר המכפיל הוא שיעור ה-WACC הראוי, הרי שההופכי של מכפיל ה- $EV/EBIT(1-t)$  בתוספת שיעור הצמיחה הפרמנטלי המקובל במשק שממנו נגזר המכפיל מהווה גם הוא בקירוב אומדן (proxy) טוב ל-WACC.

מכפיל ה- $EBIT(1-t)$  של ענף השירותים הפיננסיים (לא כולל בנקים וחברות ביטוח) במערב אירופה הנקוב במחקרו של המלומד הינו 33.76. הואיל ופעם אחת מכפילי ה- $EBIT(1-t)$  של המלומד נגזרו מתוך מדגמים של חברות ענק בעוד שאנו מדברים על משרד רואי חשבון קטן כשהוואה לחברות אלה פעם שניה מאחר ומכפילי ה- $EBIT(1-t)$  של המלומד נגזרו מתוך מדגמים של חברות הפועלות במערב אירופה בעוד שמשרד רואי החשבון המוערך פועל בעיקר בישראל - הרי שנדרש להפעיל על מכפיל ה- $EBIT(1-t)$  שמצאתי הן דיסקאונט בגין הבדלי גודל בין חברות המדגם של המלומד לבין משרד רואי החשבון והן דיסקאונט בגין הבדלי אזור גיאוגרפי.

במאמרו של האקטואר יוסי דקל שכותרתו **ענת הערכת שווי חברה פרטית בישראל יש לבצע הפחתה בשיעור של לפחות 40% ממכפילי השווי המצוטטים של דמודאראן** אשר פורסם ב-25 באפריל 2022 בכתב העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית - סטטוס, קובע האקטואר יוסי דקל כי לצורך הערכת שווייה של חברה פרטית בישראל בשיטת המכפיל יש לבצע הפחתה בשיעור שבין 40% ל-60% על מכפילי השווי המצוטטים על ידי המלומד. לפיכך, בהחתי להחיל על מכפיל ה- $EBIT(1-t)$  של המלומד דיסקאונט של 50% (אמצע הטווח בין 40% ל-60%) כדי לתת ביטוי לבעיות של מכפיל ה- $EBIT(1-t)$  שציניתי לעיל. מכפיל ה- $EBIT(1-t)$  המתוקנן שקיבלתי נאמד על ידי ב-16.88 (33.76 \* 0.5). אם נחלץ את ההופכי של 16.88, נקבל ששיעור ההיוון המשתמע הגלום (Implied Cap Rate) במכפיל המתוקנן שמצאתי (16.88) נאמד ב-5.92%. כדי למצוא את שיעור הניכיון המשתמע הגלום (Implied Discount Rate) במכפיל המתוקנן שמצאתי יש להוסיף לשיעור ההיוון המשתמע הגלום שמצאתי (5.92%) את שיעור הצמיחה הפרמנטלי שבו משתמש המלומד (3%). לפיכך, שיעור הניכיון המשתמע הגלום (Implied Discount Rate) במכפיל ה- $EBIT(1-t)$  של ענף השירותים הפיננסיים (לא כולל בנקים וחברות ביטוח) במערב אירופה מתוקנן להבדלי גודל ואזור גיאוגרפי ומותאם לישראל נאמד על ידי ב-8.92%. שיעור זה נמצא כאומדן סביר לחישובי על סמך מודל ה-COCS ב-8.78%.

**לסיכום, לדעתי לאור שיעורי הניכיון שקיבלתי (כאשר פעם אחת הפעלתי דיסקאונט של 60% על מכפילי ה- $EBIT(1-t)$  ופעם שניה הפעלתי דיסקאונט של 40% על מכפילי ה- $EBIT(1-t)$ ), אני סבור כי מכפיל ללא צמיחה של בין 10 ל-12 משקף נכונה את הערך הנוכחי של זרם התקבולים, נטו הצפויים לנבוע מפעילות משרד רואי חשבון בישראל לסוף דצמבר 2023. לאמור - שיעורי ניכיון העמים בין 8% ל-10% (בתוחלת 9%) משקפים באופן נאות את מחירי ההון המשוקללים הראויים למשרד רואי חשבון קטן בישראל.**