



הערכת שווי עסקים עצמאיים (עוסק מורשה או עוסק פטור) עם מלאי מהותי (עסקים שמוכרים מוצרים) לצרכי גירושין

בכתבה זו עו"ד ענבר דרוך סוקרת את 4 השיטות המקובלות להערכה כלכלית של שווי עסק עצמאי שמוכר מוצרים ולא שירותים.

- ✓ ההכנסות הראוי לעסק המוערך
- ✓ ניכוי עודף ההתחייבויות הפיננסיות של העסק.
- ✓ הוספת שווי השוק של נכסים עודפים / לא תפעוליים.

שיטה זו מבוססת למעשה על ההנחה שמכיל ההכנסות היציב של העסק המוערך מתפלג בקירוב בדומה למכיל ההכנסות הממוצע של חברות דומות בענף. שיטה זו מתאימה מאוד להערכת שווי עסק (או חברה) למועד היסטורי מסוים (נגיד לפני שנתיים או שלוש, למשל, כשמועד הקרע נופל בשנת הקרוונה או אפילו לפנייה). כלומר, כאשר ישנם כבר דוחות רווח והפסד של העסק לשנים שחלפו מאז מועד הקרע ועד היום. במצב דברים שכזה, מעריך החלו יכול להימצא בעתה אם הוא יבחר ליישם את שיטת ה-DCF. למה בעיה? מחד גיסא, אם מעריך השווי יבנה תחזית פיננסית ל-5 השנים שלאחר מועד הקרע מבלי להביא בחשבון את התוצאות בפועל של העסק (ההכנסות, הוצאות, השקעות ורווחים בשנים שלאחר מועד הקרע, אשר לגביהן ישנם כבר דוחות רווח והפסד) אלא רק תחזיות לשנים הללו על בסיס המידע שהיה קיים במועד הקרע בלבד – אז יבוא אחד הצדדים (הצד שזה נוח לו כמובן) ויטען שמעריך השווי התעלם מהמציאות העסקית והכלכלית לאחר מועד הקרע (כל הוא לא לקח בחשבון את התוצאות בפועל של העסק בשנים אלו) ושזה לא בסדר שמעריך השווי התעלם מהנתונים. מאידך, אם מעריך השווי יבנה תחזית פיננסית ל-5 השנים שלאחר מועד הקרע וכן יביא בחשבון את התוצאות בפועל של העסק (ההכנסות, הוצאות, השקעות ורווחים בשנים שלאחר מועד הקרע, אשר לגביהן ישנם כבר דוחות רווח והפסד) שלף תחזיות לשנים הללו על בסיס המידע שהיה קיים במועד הקרע בלבד – אז יבוא הצד השני (הצד שזה נוח לו כמובן) ויטען שמעריך השווי התעלם מהמציאות העסקית והכלכלית לאחר מועד הקרע (כל הוא לא לקח בחשבון את התוצאות בפועל של העסק בשנים שלאחר מועד הקרע, והואיל ומטרת הערכת השווי היא לשקף, אך ורק את כל המידע שהיה ידוע במועד הקרע. לפיכך, מעריך שווי שיבחר לעשות שימוש בשיטת מכפיל ההכנסות, יפטור את עצמו מהבעיה המיתרשת של תחזית (האם לקחת בחשבון נתונים אחרי מועד הקרע או לא – בעיה שחוזרת על עצמה כיום כאשר מועד הקרע נופל בשנת הקרוונה) מאחר והוא משתמש בתחזית פיננסית, שפירושה פומנטיות ובשיעור הון המשתמעים ממכפיל ההכנסות שבתווך נגזר מנתוני השוק נכון למועד הקרע ולכן מכפיל זה משקף כבר את ההפיכות כמו גם את תמורת הסיכונים של המשקיעים בשוק הון חברות הדומות לעסק המוערך.

קיימים 2 פקטורים שהם חשובים ביותר בשיטת ה-DCF ושלקביעתם השפעה קריטית על תוצאת השיטה (שווי פעילות העסק במקרה דנן שלפנינו):

- **שיעור ההיוון -** הערך הנוכחי (התיאוריה הראשונה בעולם המיומן, לפיה השווי היום של כל נכס הוא סך תורמי הממומון העתידיים החזויים הצפויים לנוכח ממונו מהוונים בחזרה להיום באמצעות ריבית שוק נורמטיבית מייצגת לנכס) והן על בחירת שיעור היוון מותאמים (מחיר הון עצמי, מחיר החוב ומחיר הון המשקלל). שיעור ההיוון משקף את שיעור התשואה הנדרש על-ידי המשקיע, בהתבסס על רמת הסיכון הקשורה לעסק. מחד גיסא, קביעת שיעור ההיוון מבוססת על אמידה של פרמטרים אקסוגניים לשימוש במודלים הממומנים (סכומות) לקביעת שיעור ההיוון. מאידך גיסא, קביעת שיעור ההיוון הינה סובייקטיבית וצריכה להיבחן לאור עשרות ההנחות שלשונן נכונות. שווי העסק הינו פונקציה יורדת של שיעור ההיוון, מה שאומר שככל ששיעור ההיוון גבוה יותר כך שווי העסק יהיה נמוך יותר. ולהיפך, לפיכך, קביעת שיעור ההיוון השפעה מהותית על תוצאת הערכת השווי. חשוב לדעת, שיעור ההיוון נקבע על פי נוסחאות ומסוכמות שונות לגבי אמידת האומדנים האמפיריים לפרמטרים המרכיבים את הנוסחאות, מה שאומר שמעריך השווי לא צריך להיות יותר מדי שקול דעת לגבי שיעור ההיוון ועל כך אם הוא סוטה מהנוסחאות או ממוסכמות השוק של שיעור ההיוון, עליו להסביר מדוע סטה.

תחזית העולה המייגנת - זהו המון כולקל ממחזור ההיים של עסקים קצב צמיחתם מואט. על כך, יש לעשות שימוש מושכל במודל גורדון (מודל הצמיחה הקבועה, אשר בו משתמשים לקבלת ערך השיר של העסק מהשנה המייגנת ועד לאינסוף), שהינו מודל רגש מאוד (בשל המימ"ם הגבוה של העסק) ולרבות הדעת על הנחת שיעור הצמיחה הפרמנטית. לעיתים מרבית החוץ מגיע דווקא מערך השייר ועל כך לבחירה של שיעור הצמיחה הפרמנטית השפעה מהותית על תוצאת הערכת השווי. שווי העסק הינו פונקציה עולה של שיעור הצמיחה הפרמנטית (ככל ששיעור הצמיחה הפרמנטית גבוה יותר, כך שווי העסק גבוה יותר, ולהיפך).

2. שיטת מכפיל ההכנסות (EV/Revenue) במאמר זה, בכל מקום שיהיה כתוב "מכפיל ההכנסות", כוונתי היא למכפיל שווי חברה לפעילות לטכ (EV/Revenue) ולא למכפיל שווי חברה לטכ (P/S).

ההכנסות הן העסקי הראשון בדו"ח רווח והפסד. כידוע, ככל שירידים במדד דו"ח הרווח והפסד, כך קל יותר לבצע מניפולציה על סיפיה הרווח השונים, ולהיפך. עסק עצמאי שהוא עוסק מורשה, ממש בדיוק כמו חברה בע"מ, חייב בדיווח למע"מ לפחות אחת לחודשיים על הכנסותיו, מה שגורן תוקף חוק יותר שלרוב ההכנסות בדו"ח הרווח והפסד (חךר העובדה שבדו"ח זה ההכנסות הן בטרוטל מע"מ). רוצה לומר- נוסק המע"מ מהווה ראייה חזקה יותר מדו"ח הרווח והפסד של עסק, מאחר ואת האחרון רואה החשבון יכול לעוות.

מכפיל ההכנסות נותן לנו להנות משני העולמות: פעם אחת אנו מקבלים שיטה, שאם מבצעים אותה נכון (כאשר כל החשקנים בשוק לא יודעים ליישם אותה נכון), אז היא מספקת במהירות יחסית שווי עסק שקרוב מאוד לשווי העסק שהיה מתקבל מיישום שיטת ה-DCF. למה? כי מכפיל ההכנסות מהווה מקרה פרטי של שיטת ה-DCF. מכפיל שווי הפעילות ההכנסות (EV/Revenue) "מקפיל" בתוכו כבר הן תחזית פיננסית (לתקופה של שוטרף + 5 שנים + שנה מייצגת לאינסוף) לגבי מרכיבי ההכנסות, הוצאות וההשקעות השונים הקשורים לפעילות העסקית של העסק המוערך, הן את שיעור הצמיחה הפרמנטית של העסק והן את שיעור ההיוון המסוכן הראוי לעסק. למעשה מכפיל שווי הפעילות ההכנסות (EV/Revenue) "מקפיל" בתוכו גם את הנתונים של שווי העסק (ההכנסות האחרונות של העסק המוערך ב-12 החודשים שקדמו למועד הקרע. לפיכך, שימוש בשיטת מכפיל ההכנסות מהווה קירוב טוב לתוצאה שהייתה מתקבלת משימוש בשיטת ה-DCF.

פעם שניה, מכפיל ההכנסות כבר כולל בחובו שכר ראוי להנחלת העסק (קרי, בעל העסק), מאחר והוא מניג ממכפיל ההכנסות של חברות ציבוריות שלהן ממשל תאגידי נאות ולכן הוצאות השכר שלהן נמוקותר על ידי גורמים שונים וכל נושא משרה בחברה ציבורית מקבל שכר רדי בגין תפקידו – מה שמשתית לנו את הצורך בחישוב תו"ח רעיוני בגין עלות שכר נורמטיבי ראוי לבעל העסק.

- ✓ להלן, השלבים ביישום שיטת מכפיל ההכנסות להערכת שווי עסק עצמאי עם מלאי מהותי:
- ✓ אמידת הכנסות שנתיות יציגות לעסק המוערך
- ✓ אמידת מכפיל ההכנסות ראוי הלווקח בחשבון את סיכון ההשקעה בעסק המוערך ואת שיעור הצמיחה הפרמנטית.
- ✓ מכללת אומדן הכנסות היציגות לעסק המוערך במכפיל

3. שיטת מכפיל הרווח הגולמי (EV/Gross) במאמר זה, בכל מקום שיהיה כתוב "מכפיל הרווח הגולמי" כוונתי היא למכפיל שווי הפעילות לרווח הגולמי (EV/Gross) ולא למכפיל שווי חברה לרווח גולמי (MV/Gross). שיטת מכפיל הרווח הגולמי דומה מאוד לשיטת מכפיל ההכנסות. כל מה שכתבתי על שיטת מכפיל ההכנסות, נכון גם לגבי שיטת מכפיל הרווח הגולמי. להלן, השלבים ביישום שיטת מכפיל הרווח הגולמי להערכת שווי עסק עצמאי עם מלאי מהותי:

- ✓ אמידת רווח גולמי יציג לעסק המוערך
- ✓ אמידת מכפיל הרווח הגולמי ראוי הלווקח בחשבון את סיכון ההשקעה בעסק המוערך ואת שיעור הצמיחה הפרמנטית.
- ✓ מכללת אומדן הרווח הגולמי היציג לעסק המוערך במכפיל הרווח הגולמי הראוי לעסק המוערך
- ✓ ניכוי עודף ההתחייבויות הפיננסיות של העסק.
- ✓ הוספת שווי השוק של נכסים עודפים / לא תפעוליים.

4. שיטת השווי הנכסי הנקי (NAV) שיטת ה-NAV הינה שיטה היצאת ממאזן העסק (ולעסק עצמאי עם מלאי מהותי יש דו"ח מאזן כאמור) ומנסה להתאים את ערך הנכסים וההתחייבויות, כפי שהם רשומים בספרי העסק, לשווי השוק שלהן. לפי שיטה זו, שווי העסק נקבע ע"י שווי הנכסים שרשותו בניכוי כל התחייבויותיו. את שווי הנכסים של העסק מחשבים לפי ערכם במאזן בתוספת שיערוך לשווי שוק. כאשר מנכס משווי זה את שווי התחייבויות העסק מקבלים את ה-NAV השווה לשווי העסק. מקובל להשתמש בשיטה זו כשמדובר בעסקים שכוללים שנקלעו לקשיים והעומדים במני כשימרת רגל או לחילופין כאשר מדובר בעסקים חיים, השיטה מיישמת לקביעת "מחיר רצפבור" לשווי העסק (החינו): מחיר מינימלי שידרוש בעל העסק עבור מכירת העסק שבבעלותו).

לסיכום
לאור האמור לעיל, קיימת חשיבות רבה לפיניא לא הערכת דין לגירושין בעלת הבנה ממוינת מצויות וניסיון בקריאת הערכת שווי של מערכי שווי של תאגידי בעלי הסמכה ע"י מוסד מוכר בארץ או בחו"ל (כמובן בשנת הכוונה לרישיון רואה חשבון או להסמכה באקטואריה), על פי שיטות הערכת השווי השונות שהוצגו לעיל ובתיקי גירושין המערבים חלוקת רכוש מורכבת. לאורך השנים ייצגה עורכת הדין ענבר דרוך, שורה ארוכה של לקוחות "חלשים" חוב תמורת, שינוי ואף פסילת הערכת שווי מעוותות כלכלי מטה, מניעת בחלת רכוש וקבלת הזכויות המקצועיות בכלל הרכוש המשותף. כלל לקוחות המשרד זוכים לטיפול אישי וקורבן במינות גבוהה ולמעטפת מלאה ענבר דרוך המשפטי והפיננסי כאחד. זאת, על ידי עורכת הדין ענבר דרוך וצוות המשרד הדואגים להתמקצע בהשתלמויות בהערכת שווי.

לפרטים נוספים ולקבלת ייעוץ, ליווי וייצוג בהליכי גירושין המערבים סכסוכי חלוקת רכוש הכוללים עסקים עצמאיים, הנכם מוזמנים לפנות אל משרדי בטלפון 058-4882282.

הערכת שווי עסק עצמאי הינה חלק אינטגרלי מהליך איוון המשאבים בין בני זוג עקב גירושין, בשל העובדה שהעסק העצמאי מהווה חלק ממסת הנכסים לחלוקה כך בני הזוג. בדיוק כשם שדירת המגורים היא נכס משותף כך גם עסק עצמאי הרשום במע"מ על שם אחד מבני הזוג נכס משותף שיש לתת עליו את חלקה בתהליך הגירושין. לשון אחר, על מנת שניתן יהיה לאזן בין דעת המשאבים (המוחשיים והבלתי מוחשיים כאחד) של בני הזוג, בהתאם לעיקרון איוון המשאבים הנובע מחוק יחסי ממוון – הרי שיש צורך לאמוד את שווי של העסק העצמאי. למה צורך לאמוד את שווייה? כי מדובר במספר שאינו ידוע בוודאות לאיש בעולם ועל כך יש לצרף לחזרת/לנבא/לשערך אותו באמצעות מודל מתמטי-סטטיסטי מקובל.

עסק עצמאי
עסק עצמאי יכול להיות עוסק מורשה או עוסק פטור ובאותה נשימה יכול להיות לו עסק שמוכר מוצרים (למשל, חנות בגדים) או עסק שנותן שירותים (למשל, עורך דין). מערכי שווי של תאגידי נוהגים לעשות הבחנה חשובה בין עסק עצמאי עם מלאי מהותי (מלאי שמועד למכירה, כמו למשל בגדים בעסק למכר בגדים) לבין עסק ללא מלאי מהותי (למשל, דפי מדפסת שמכר עורכי דין), לצורך קביעת שווי הערכת השווי המתאימה.

עסק עצמאי עם מלאי מהותי
ממש עצמאי עם"מ, גם עסק עצמאי עם מלאי מהותי, מגיש בנוסף לדו"ח רווח והפסד, גם דו"ח מאזן שנתי. ברם, בעל עסק עצמאי עם מלאי מהותי אינו רשאי להוציא לעצמו תלוש משכורת מהעסק (קרי, למשוך לעצמו שכר) ולפיכך דו"ח הרווח והפסד של העסק שלו יהיה חסר את עלות שכרו של בעל העסק. בנוסף, בניגוד לבעל חברה שיכול למכור לצד ג את מניות החברה או את פעילותה העסקית (קרי, חלק או כלל נכסה הפעוליים), הרי שבעל עסק עצמאי עם מלאי מהותי יכול למכור רק את פעילותו העסקית (לעסק אין מהותי).

כיצד מערכים שווי של עסקים עצמאיים עם מלאי מהותי?
קיימות מספר שיטות מקובלות להערכה כלכלית של שווי עסק עצמאי עם מלאי מהותי, כאשר לכל אחת יש את היתרונות והחסרונות שלה. להלן סקירה כללית של 4 השיטות הכלכליות המקובלות ביותר להערכת שווי עסק עצמאי עם מלאי מהותי:

1. שיטת היוון זרמי המזומנים (DCF) ביסודה של שיטת היוון זרמי המזומנים (Discounted Cash Flow), עומדת בהנחה ששווי עסק עצמאי עם מלאי מהותי (קרי, הפעילות העסקית) הוא הערך הנוכחי הממוון של תורמי המזומנים העתידיים לאורך זמן. נכסי העסק התפעוליים המזומנים הון החוזר, נדרשים על מנת להשיג את תורמי המזומנים, ולכן שוויים עבור העסק בא לידי ביטוי בתזוים המזומנים.

כאשר אנו מבצעים הערכת שווי לחברה בע"מ, דו"ח הרווח והפסד של החברה כבר מביא בחשבון את הוצאות השכר להנחלת החברה במסגרת הוצאות הפעילות (בקטע שבין עסיף הרווח הגולמי לסעיף הרווח התפעולי וליתר דיוק בסעיף הוצאות הנחלה וכדומה). בבואנו להעריך את שווי של עסק עצמאי עם מלאי מהותי, עלינו לתת את הדעת על כך שדו"ח הרווח והפסד של העסק לא כולל את הוצאות השכר של בעל העסק, שהוא על פי רוב זה שמנהל את העסק. אולם ברור, שהעסק אינו פועל ללא מנהל ועל כך להחיות של העסק תלויה בעלות שכרו הנורמטיבי של מנהל העסק. על כן אנו מוסיפים להוצאות התפעוליות הקיימות של העסק חיוב רעיוני בגין השימוש שהעסק עושה בבעל העסק (קרי, בעוסק עצמו) בתור מנהל העסק. החיוב הרעיוני נקבע תוך שימוש בעלות המעבדי/המעסיק לשכר מקובל בענף למנהל עסק ששיר.

בניתוח יש להעריך את הערך הנוכחי של תזרים המזומנים החופשי הבלתי ממוון (Unlevered Free Cash Flow). תזרימים אלו מהווים בשיעור היוון (המכונה "מחיר הון") המשרק את רמת הסיכון הרלוטלת של העסק. סכום זה מייצג את שווי הפעילות של העסק. מן הוצאה שתקבל יש להפחית את שווי ההתחייבויות הכספיות ולחסיף נכסים עודפים למועד הקרע, כדי לקבל את השווי החופשי של העסק.

- ✓ להלן, השלבים ביישום שיטת ה-DCF להערכת שווי עסק עצמאי עם מלאי מהותי:
- ✓ בניית תחזית פרטנית לתקופת התחזית (שוטרף [ממועד הקרע ועד סוף השנה הקלנדרית] + 5 שנים)
- ✓ חישוב שיעור ההיוון.
- ✓ חישוב החיוב הרעיוני בגין עלות השכר הנורמטיבי הראוי לעוסק עצמו על פי רמת השכר המקובלות בענף שבו פועל העסק המוערך עבור עובד שכיר "היפותטי" או חלק מכלל בעל העסק המעבדי בעסק.
- ✓ חישוב ערך השייר- אומדן שווי העסק בתום תקופת התחזית, והיוונו בחזרה למועד הקרע (שנת התחזית האחרונה מוגדרת כשנה ממוננת/מייצגת).
- ✓ סיכום הערכים הנוכחיים של תזרימי המזומנים בתקופת התחזית הפרטנית וערך השייר (התזרים