



אורי דהן ושות'
ייעוץ כלכלי ועסקי, השקעות וגיוס הון

XXX - משרד שמאים

הערכת שווי

לדוגמה זו מצורף נספח שאלות למומחית מטעם ביהמ"ש



תוכן עניינים

1	רקע	3.....
2	אפיון פעילות המשרד	3.....
3	הכשלים בדוח XXX	5.....
4	מתודולוגיה בהערכת השווי	7.....
4.1	מחיר הוגן	7.....
4.2	הגישות הנהוגות בהערכת עסקים / חברות	7.....
4.3	מחיר ההון	8.....
5	הערכת השווי החברה	9.....
5.1	גישת היוון תזרימי המזומנים	9.....
5.2	תחזית פעילות	9.....
5.3	שווי העסק	11.....
5.4	סיכום הערכת השווי	12.....



1 רקע

נתבקשנו לחוות דעתנו לגבי שוויו הכלכלי של משרד XXX שמאים (להלן גם "המשרד") וכן לחוות דעתנו על הערכת שווי שהוכנה טרם הערכת שווי זו, על ידי XXX, הכל כמפורט בהמשך.

להכנת הערכת השווי לא קיבלנו דוחות כספיים כמקובל, לצורך הכנת הערכת שווי, אלא התבססנו על המידע המופיע בהערכת שווי של XXX, כמפורט בהמשך. ככל ונקבל מידע מפורט יותר או עדכני יותר, אפשר כי יהיה מקום לעדכן הערכת שווי זו.

שיטות ההערכה התבססו על מתודות מקובלות, כמפורט בגוף הערכת השווי. הערכת שווי אינה מדע מדויק והיא נעשית על סמך נתונים ידועים מחד ותחזיות מאידך. מטרת ההערכה לשקף בצורה סבירה והוגנת מצב נכון בזמן נתון, על כן ההערכה שלהלן נכונה בסמוך למועד כתיבתה ולא בטווח של זמן ממועד זה.

כבסיס להערכה ולהבנת החברה ופעילותה, פרסנו מידע שליקטנו מתוך הערכת השווי של XXX, אשר אספה את המידע מתוך הדוחות הכספיים של העסק, כמפורט בהמשך.

נעיר כי במקרה של סתירה בין הנתונים בטקס לנתוני הלוחות, נתוני הלוחות גוברים.

2 אפיון פעילות המשרד

המשרד פעיל כעוסק מורשה עם הנהלת חשבונות חד צידית. החל לפעול לפני כ- 17 שנה ושוכן באזור תעשייה ומסחר תלפיות בירושלים, בסמיכות לחלק גדול מהמוסכים בירושלים.

לקוחות המשרד כוללים כ- 10 חברות ביטוח ולקוחות פרטיים, כאשר ההתפלגות בין שתי קבוצות אלו נעה סביב כמחצית לכל קבוצה, עם יתרון קל ללקוחות הפרטיים (55% פרטיים ו- 45% חברות ביטוח בשנים 2016 עד 2020).

להלן לוחות המראים את נתוני הפעילות לשנים 2017 עד 2019 ומנתחים את תוצאות הפעילות לשנים אלו. נתוני פעילות אלו ישמשו בהמשך לביצוע הערכת השווי.

נבהיר כי נתקבלו נתונים חלקיים גם לשנים 2016 ו- 2020, נתוני ההכנסות משירותי שמאות (הפדיון) ללא נתוני רווחים וכן שנת 2020 היא שנת קורונה לכן אינה משקפת מצב רגיל. מסיבות אלו בחרנו להתעלם משתי שנים אלו.

ניתן לראות כי היקפי הפעילות נעים סביב כ- 1.1 מיליון ₪ לשנה (לפני מע"מ). כאשר כאמור קצת מעל למחצית מקורם בלקוחות פרטיים (55%) וקצת פחות ממחצית מקורם בחברות ביטוח (45%). עוד ניתן לראות כי בתקופה הנסקרת פחתו סך ההכנסות משירותי שמאות בכ- 1.1%. כאשר בשנת 2018 פחתו ההכנסות לעומת 2017 בכ- 6.5% ובשנת 2019 עלו ההכנסות לעומת 2018 בכ- 4.4%.

הרווחים לתקופה הנסקרת עמדו על כ- 550 אלף ₪ ופחתו בכ- 0.6% (כמחצית האחוז) בתקופה זו. כאשר בשנת 2018 פחתו הרווחים לעומת 2017 בכ- 15% ובשנת 2019 לעומת 2018 עלו הרווחים בכ- 14%. סך הרווחים לתקופה זו מהווים כ- 50% מההכנסות.

עלויות התפעול נגזרו מהפרש ההכנסות לרווחים והוצגו על ידנו להמחשה בלבד.



XXX - משרד שמאים						
נתוני רו"ה (אלפי ₪, ללא מע"מ)						
שע"פ / שנה	שע"פ 2017	שע"פ 2018	שע"פ 2019	שיעור מהפדיון	ממוצע	שיעור מהפדיון
הכנסות מחברות ביטוח שיעור השינוי	567	458	448	43.8%	491	41.0%
		-19.2%	-2.2%		-10.7%	
לקוחות שונים שיעור השינוי	552	588	644	56.2%	595	59.0%
		6.5%	9.5%		8.0%	
סך הכנסות שיעור השינוי	1,119	1,046	1,092	100.0%	1,086	100.0%
		-6.5%	4.4%		-1.1%	
עלויות תפעול נגזרות	539	552	531	52.8%	541	48.6%
סך רווח שיעור השינוי	580	494	561	47.2%	545	51.4%
		-14.8%	13.6%		-0.6%	

מבדיקה שערכנו מול שמאי רכב, עולה כי בענף שמאות הרכב, היקף ההכנסה והרווחיות לעבודה מסוימת מלקוח פרטי עומד על פי שניים ומעלה מהיקף ההכנסה מחברת ביטוח. כאשר ההוצאה בייצור ההכנסה היא אותה הוצאה. כלומר נדרשת אותה תשומת זמן של השמאי לביקור במוסך, לכתובת דוח שמאי וכד'.

להלן לוח המפצל את הרווחיות בין חברות ביטוח ולקוחות פרטיים, תוך יישום האמור לעיל ומתן ביטוי להתפלגות המכירות שהתרחשה בפועל, הנגזרת מהיקפי הפעילות בין חברות ביטוח ללקוחות פרטיים (לוח לעיל).

XXX - משרד שמאים						
ניתוח רווחיות לפי סקטורים (אלפי ₪, ללא מע"מ)						
שע"פ / שנה	שע"פ 2017	שע"פ 2018	שע"פ 2019	שיעור מהפדיון	ממוצע	שיעור מהפדיון
חישוב ביניים ביטוח	196	144	153			
שונים	381	370	441			
סך רווח	577	515	595			
השלמת יתרת הרווח	3	-21	-34			
רווח מחברות ביטוח שיעור רווח	197	135	140	27.4%	157	24.9%
	34.8%	29.5%	31.2%		32.1%	
רווח מ- שונים שיעור רווח	383	359	421	72.6%	388	75.1%
	69.3%	61.0%	65.4%		65.2%	
סך רווח שיעור רווח	580	494	561	100.0%	545	100.0%
	51.8%	47.2%	51.4%		50.2%	

מהלוח לעיל עולה כי שיעור הרווחיות בשנת 2019 למשל, עמד על כ- 31% מול חברות הביטוח ואילו אצל הלקוחות הפרטיים עמד שיעור הרווחיות על כ- 65%.



3 הכשלים בדוח XXX

לאחר עיון בדוח XXX (להלן בקיצור גם "דוח XXX"), מצאתי כי ישנם מספר כשלים בחוות דעתה כמפורט להלן, כשלים שתיקונם מיושם במסגרת דוח זה, ככל שניתן היה. אבהיר כי אני מתייחס אך ורק להערכת השווי ולא ליתר הנושאים בהם עוסקת חוות דעתה.

1. בהצגת תחשיב היתרות ליום 23 בנובמבר 2020 (פרק ז' לחוות דעתה), היה מקום להציג בנספחים את כרטסת היתרות המלאה של העסק (אפשר שצורפה, אך אנו לא קיבלנו אותה) ולסמן שם אלו יתרות שימשו בחישוב היתרות שבוצע ואילו יתרות לא שימשו בחישוב היתרות שבוצע.

כיון שלא נעשה כך, נאלצנו לקבל את סכום היתרות שהוצג על ידה ללא יכולת לבחון אותו. נבהיר כי אין באמירתנו הצבעה על כיוון מסוים של גובה היתרות ואפשר כי בחינת היתרות היה בה כדי להותיר בחוות דעתנו את גובה היתרות כפי שהוצג בדוח XXX, או להעלות, או להוריד את סכום היתרות (כל טווח האפשרויות).

2. היה מקום להציג את כל נתוני הפעילות, ככל שהיה זה אפשרי, ולא רק את נתוני ההכנסות והרווחיות, כדי לאפשר בחינה מעמיקה יותר של אופי פעילות העסק. זאת כדי להסיק מסקנות איכותיות יותר לצורך הגדרת תזרים המזומנים העתידי של העסק, אשר ממנו נגזר שוויו.

3. הערכת השווי שבוצעה בדוח XXX התבססה במכירות על השנים 2016 עד 2020 ואילו בנתוני הרווחיות על השנים 2017 עד 2019.

- אפשר כי יש בעירוב שנים, כלומר תקופה שונה למכירות ולרווחיות, כדי להטעות בהסקת מסקנות. כך למשל מכירות 2016 היו גבוהות ביחס ליתר השנים ולכן אפשר כי גם הרווחיות שם הייתה גבוהה יותר, אך כאמור נתון זה לא עמד לרשותנו.

- בנוסף שנת 2016 הייתה מעל 5 שנים לאחר ולכן לדעתי שנה ישנה מכדי להסיק ממנה לגבי פעילות העסק בהווה ובעתיד. אנו לרוב עושים שימוש במידע להגדרת תחזיות פעילות עד 5 שנים לאחר, ביחס למועד הכנת הדוח.

- בנוסף שנת 2020 כמו גם חלק משנת 2021 היו שנים ייחודיות בכלכלה ולכן לא היה מקום להסיק מהן מסקנות לעתיד.

4. מבחינה שערכנו עולה כי בענף השמאות, ההכנסות מלקוחות פרטיים גבוהות ביחס של פי שניים ומעלה מההכנסות מחברות ביטוח. בדוח XXX לא ניתן ביטוי לעובדה זו. מניתוח שערכנו עולה כי בהתאם להתפלגות ההכנסות בין לקוחות פרטיים לחברות ביטוח, שיעורי הרווחיות של חברות הביטוח עומדים על כ- 32% ואילו של הלקוחות הפרטיים עומדים על כ- 65%. שיעורים אלו יושמו בתחזית תזרים המזומנים שהוגדרה על ידי.

5. לא ברור מדוע הונח בדוח XXX כי ההכנסות יגדלו ב- 2% בשנים 2022 עד 2024 ואילו לאחר מכן יתפכו לשלילים, מינוס 1% ב- 2025 ומינוס 5% ב- 2026.



לדעתי היה נכון לצאת מתוך שיעורי הצמיחה הממוצעים לתקופת העבר הנסקרת, כפי שאנו עשינו בהמשך, לכל תחום פעילות בנפרד (חברות ביטוח ולקוחות פרטיים), עקב רווחיות שונה לכל תחום פעילות.

6. לא נכון היה להציג תזרים מזומנים ל- 6 שנים בלבד מהסיבות הבאות.

- תוחלת החיים למי שעבר את גיל 60 כיום, עוברת את גיל 82 לגברים ועומדת על גיל של כ- 87 שנים (נספח). זאת לפני מתן ביטוי להשתייכות דתית, אזור מגורים ועוד, אשר ככלל היו תורמים להעלאת גילו של בעל העסק.
- מרבית העצמאים ממשיכים לעבוד גם לאחר גיל 67, כך שבפועל אין זה נכון להניח את גיל 67 כגיל פרישה מהעסק. הערכה סבירה לעצמאים היא כי ימשיכו לעבוד עוד כ- 5 שנים.
- גם לאחר פרישה יש לבטא המשך הכנסות מהעסק, כל עוד הן מתקיימות, בין במכירתו בתמורה לסכום חד פעמי ובין כקבלת רנטה עבור השימוש בעסק (בדומה להכנסות משכר דירה). קיימת שקילות כלכלית בין שתי האפשרויות כפי שיובהר בהמשך.
- ככלל, כל עוד העסק מייצר תזרים, יש לבטא זאת בתחשיב השווי, עד לטווח בו התזרים המיוצר נשחק לחלוטין (כמעט לחלוטין) בהיוון תזרים המזומנים.

7. לא נכון היה לתת ביטוי לגידול שכר השמאי על פני השנים, כפי שנעשה בדוח XXX, כיוון שהערכת השווי נעשית במחירים קבועים של מועד הכנתה. להמחשה נציין כי אם מעלים את מחיר השכר, עקב עליית מחירים, יש להעלות גם את מחירי השירותים הניתנים. כדי להאיר משגה זה, נציין כי לו ניתן ביטוי לעליית ערך השכר על פני תקופת התחזית, היה עולה ערך השכר בשנה ה- 25 ל- 780 אלף ₪, ואי מתן ביטוי לעליית מחירי השירותים, היה גורם למשרד לעבור להפסד. מובן כי אין זה סביר.

8. שיעור היוון תזרים המזומנים שהוצב בדוח XXX גבוה לדעתנו. אנו עשינו שימוש במודלים המקובלים לקביעת שיעורי היוון במודלים של DCF (הערכות שווי על בסיס גישת היוון תזרימי מזומנים), שכללו את מודל CAPM לקביעת מחיר ההון העצמי, מודל WACC לקביעת מחיר ההון הכולל ומודל Ibbotson למתן ביטוי לאי סחירות וקוטן הפירמה, תוך שימוש במאגרי מידע המובילים בעולם הפיננסי בתחום זה של Aswath Damodaran. ומצאנו שיעור היוון נמוך משמעותית. עם זאת, עקב ניסיון רב בתחום ומשיקולי שמרנות עשינו שימוש בשיעור היוון בגובה 10%.

9. ככלל היה מקום לפירוט והצגה רחבים יותר של מכלול הנתונים וההנחות עליהן התבסס דוח XXX.



4 מתודולוגיה בהערכת השווי

בפרק זה נסקור מתודולוגיות להערכות שווי לחברות, עסקים ופרויקטים ואת המתודולוגיה העומדת בבסיס הערכת שווי זו.

4.1 מחיר הוגן

כלל מטרת הערכות השווי לכמת את המחיר ההוגן של חברה או עסק או פרויקט (FAIR MARKET VALUE). מחיר זה הוא אותו מחיר במזומן (או שווה ערך מקביל) שקונה מרצון ישלם למוכר מרצון, ולשני הצדדים מידע סביר לגבי העובדות המהותיות הקשורות לעסקה. בדרך כלל הקונה והמוכר, על-פי הגדרה זו, הם דמויות היפותטיות השומרות על ריחוק בעסקה (ARMS LENGTH TRANSACTION).

4.2 הגישות הנהוגות בהערכת עסקים / חברות

קיימות שיטות הערכה מגוונות לקביעת השווי ההוגן. בהעדר שוק ניירות ערך יעיל בארץ אשר עשוי היה לסייע בקביעת השווי על בסיס שוויין של חברות נסחרות, שמנו דגש מיוחד על שיטות המבוססות על אומדן פוטנציאל הרווחיות העתידי ותזרים המזומנים של החברה (לאחר התאמות). נציג בקצרה את שיטות האומדן המקובלות:

שיטת השווי הנכסי הנקי - בשיטה זו מוערך ערך החברה לפי ערך הנכסים שברשותה בזמן המכירה. שיטה זו אינה מתאימה להערכה, היות ומדובר בחברה שעיקר שוויה נובע מיכולתה לייצר תזרים לבעלים. נדגיש כי שוויה הכלכלי של החברה נובע בעיקר מהיותה עסק חי בעל פוטנציאל רווחים וצמיחה עתידיים.

שווי השוק, מכפיל הרווחים ומכפיל ההון העצמי - הבורסה בארץ אינה מהווה שוק יעיל לפי הקריטריונים וההגדרות המקובלים ולפיכך לא ניתן לגזור שוויה של חברה על בסיס השוואתי של נתוני שוק ההון המתאימים בחברות דומות. כמו כן גם לא קיים מדגם מספיק של חברות בורסאיות דומות אשר יענו על תנאי דמיון בסיסיים לחברה, כגון סדרי גודל דומים של היקפי פעילות, היקפי מאזן, מבנה הון וכד'.

היוון תזרים המזומנים - שיטה זו עדיפה בקביעת שווי חברה או פרויקט ובמיוחד כאשר מדובר בחברה מהסוג הנדון. עפ"י שיטה זו נגזר שווי החברה מהערך הנוכחי של תזרים המזומנים החופשי בתקופה מוגדרת. עידון מסוים לשיטה מתקבל באמצעות היוון תזרים המזומנים התפעולי החופשי שאיננו ממונף באמצעות הלוואות כאשר עודף החוב על המזומן מופחת מהשווי (עודף מזומן על חוב מתווסף לשווי). הנושאים המרכזיים בשיטה זו נוגעים לקביעת שיעור ההיוון ולהנחות הבסיס עליהן נשען התזרים.

שיטות אחרות - קיימות גם שיטות אחרות כגון גישת ההשוואה של החברה המוערכת לחברות דומות, גישת העלות הבוחנת את עלות הקמת הפרויקט או העסק (בד"כ גישה זו מתאימה יותר לפרויקטים או עסקים בהקמה), הערכות שווי שמאיות, או שילוב שיטות.

בחרנו לבצע את ההערכה בגישת "היוון תזרים המזומנים", המשקפת את השווי כעסק חי ובודקת את הכושר ליצור רווחים בעתיד תוך מתן ביטוי להמשך פוטנציאל הצמיחה.



4.3 מחיר ההון

קביעת מחיר ההון היא סוגיה מימונית מורכבת. להלן נציג ברמה הפורמאלית את המתודולוגיה העומדת בבסיס קביעת מחיר ההון אשר שימשה אותנו כאן.

לא נרחיב בהסברים במסגרת זו, אך נציין כי קיימת ספרות מקצועית ענפה בנושא זה¹.

שיעור ההיוון חושב על פי גישת WACC² (Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = \frac{S}{S+B} \times K_e + \frac{B}{S+B} \times K_b \times (1 - T)$$

S = שווי ההון העצמי של החברה

B = שווי החוב

K_e = מחיר ההון העצמי המחושב על פי מודל CAPM:

$$R_f + \beta \times (R_m - R_f) = K_e$$

R_f = שער הריבית חסרת הסיכון

β = (ביטא) מדד לסיכון המחושב על פי השונות המשותפת של נכס עם תשואת תיק השוק המחולקת בשונות תיק השוק.

$R_m - R_f$ = ההפרש בין תשואת השוק לבין תשואה חסרת סיכון. ערך זה מוכפל ב- ביטא, ומהווה למעשה את תוספת התשואה הנדרשת על ידי המשקיעים בחברה.

K_b = מחיר החוב

T = שיעור מס חברות

¹ Investopedia - CAPM

<http://www.investopedia.com/terms/c/capm.asp>

² Investopedia - WACC

<http://www.investopedia.com/terms/w/wacc.asp>



5 הערכת השווי החברה

5.1 גישת היוון תזרימי המזומנים

הערכת השווי התבססה כאמור על הנתונים שהוצגו בדוח של XXX לשנים 2017 עד 2019, כיוון שכאמור התעלמנו מנתוני פעילות החברה לשנים 2016 ו-2020 הן כיוון ששנים אלו לא כללו נתוני רווחיות והן כיוון ששנת 2020 הייתה שנת קורונה שאינה מאפיינת את פעילות העסק בשנים רגילות.

הערכת השווי מתבססת על גישת "היוון תזרימי המזומנים", המשקפת יחס לעסק כעסק חי, אשר עיקר שווי נובע מיכולתו העתידית לייצר רווחים לבעלים.

מבחינה מעשית, גישת היוון תזרימי המזומנים יוצאת מתוך נתוני דוחות הרווח וההפסד בעבר, אשר מהם נגזרת תחזית הרווח וההפסד העתידי ותחזית תזרימי המזומן התפעולי החופשי המתקבל ע"י נטרול ההוצאות / הכנסות שאינן במזומן ועלויות המימון.

להלן שלבי יישום גישת היוון תזרימי המזומנים לביצוע הערכת השווי:

- ✓ בניית מודל תחזית פעילות פרטני המשקף את היקפי ההכנסות הצפויים ואת מבנה ההוצאות ביחס להכנסות, בהתבסס על ניסיון העבר והצפי לעתיד.
- ✓ קביעת שיעור ההיוון המתאים. נהוג לקבוע שיעור ניכיון שמרני. אנו התבססנו על ניסיון רב שנים בביצוע הערכות שווי וכן על מודלים לתמחור הון ועל בסיסי נתונים המשמשים לצורך כך.
- ✓ חישוב הערך הנוכחי הנקי של תזרימי המזומנים וביצוע התאמות נדרשות לגזירת השווי.

5.2 תחזית פעילות

תחזית הפעילות ותזרימי המזומנים הנגזר ממנה מבוססים על נתוני העבר מחד ועל מידע נוסף והנחות, כמפורט להלן.

תקופת התחזית עומדת על 25 שנים. לאחר 25 שנים, ההיוון שוחק את ערכי התזרימים כמעט לחלוטין ולכן אין משמעות להמשך התזרימים מעבר לתקופה זו.

שיעור הצמיחה שאפיין את פעילות העסק עמד בממוצע לכל סוגי הפעילויות על מינוס 0.6% (שש עשיריות האחוז). כאשר שיעור הצמיחה בפעילות מול חברות הביטוח היה שלילי ועמד על מינוס 11% ושיעור הצמיחה מול הלקוחות הפרטיים היה חיובי ועמד על 8%.

שיעור הצמיחה יושם בתחזית בדרך הבאה. הוצבו שיעורי צמיחה בחמש שנות התחזית הראשונות בלבד. לאחר מכן הונח כי תיוותר סטגנציה במכירות. בשנת הפעילות הראשונה הוצב כל שיעור הצמיחה (השלילית בחברות הביטוח והחיובית בלקוחות הפרטיים) וב-4 השנים הבאות הונח בהתאם ל"מודל מחזור חיי מוצר" המבוסס על מיתון מגמות עתידיות, כי תימשך צמיחה בהיקף של שני שלישים מהשנה שקדמה (כל שנה לעומת קודמתה).

אנו יצאנו מנתוני ההכנסות של השנה האחרונה שקדמה לשנת הקורונה, שנת 2019, בה עמדו סך ההכנסות על כ- 1,092 אלפי ₪, כאשר סך של כ- 448 אלף ₪ נבע מהכנסות מחברות ביטוח וכ- 644 אלף ₪ נבע מלקוחות פרטיים (לוח בנספחים).



בהתאם לאמור לעיל היקף המכירות לשנת הפעילות הראשונה עומד על 1,096 אלפי ש"ח ועולה עד לשנה החמישית לסך של 1,125 אלפי ש"ח ומתייצב על ערך זה עד תום תקופת התחזית.

בממוצע רב שנתי עומד היקף סך המכירות על כ- 1,122 אלף ש"ח לשנה, כאשר מכירות לחברות ביטוח עומדות על כ- 340 אלף ש"ח לשנה ממוצעת ואילו המכירות ללקוחות פרטיים עומדים על 783 אלף ש"ח לשנה ממוצעת (לוח להלן).

הרווחיות נגזרת מנתוני העבר ושיעורי הרווחיות הנגזרת מהם, לכל סקטור פעילות בנפרד, חברות ביטוח כ- 31% ולקוחות פרטיים כ- 65% (שני לוחות בפרק "אפיון פעילות המשרד").

כאמור, לא נכון היה לתת ביטוי לגידול שכר השמאי על פני השנים כיוון שהערכת השווי נעשית במחירים קבועים של מועד הכנתה.

הונח שיעור מס בגובה 34% כפי שנעשה בדוח XXX.

בהתאם לאמור לעיל היקף הרווחיות לאחר מס עומד על 223 אלף ש"ח בשנת הפעילות הראשונה ועולה בהדרגה עד 250 אלף ש"ח בשנה החמישית ולאחר מכן מתייצב על ערך זה עד תום תקופת התחזית (לוח בנספחים). בשנה ממוצעת עומד הרווח על כ- 248 אלף ש"ח (לוח להלן).

להלן ריכוז ממצאי תחזית הפעילות והמבוססים על הפרמטרים שהוגדרו לעיל. פירוט תחזית הרווח וההפסד לפי שנים מוצגת בנספחים.

XXX - משרד שמאים			
ריכוז ממצאי תחזית פעילות (אלפי ש"ח)			
סעיף	סה"כ	שנה ממוצעת	אחוז מהפדיון
הכנסות			
שיעור צמיחה חברות ביטוח	-28.1%	-1.1%	30%
שיעור צמיחה לקוחות שונים	21.0%	0.8%	70%
סך הכנסות	28,060	1,122	100%
רווחיות			
חברות ביטוח	2,649	106	9%
לקוחות שונים	12,799	512	46%
סך רווחיות	15,448	618	55%
שיעור רווחיות		55.1%	
עלות שכר שמאי	6,050	242	22%
רווח לפני מס	9,398	376	33%
מס	3,195	128	11%
רווח/תזרים לאחר מס	6,203	248	22%



5.3 שווי העסק

מתחזית הרווח וההפסד נגזרת תחזית תזרים המזומנים. תחזית תזרים המזומנים פשוטה ואינה מכילה רכיבים המקובלים בתחזיות תזרים מזומנים, הן כיוון שהמדובר בעסק עצמאי ולא חברה (זהות ישויות) והן עקב העדר נתונים.

מסך תקופת התחזית הוצבו לתזרים הרווחים עד לשנה העשירית לתחזית. נסביר זאת. אמנם גיל הפרישה הפורמלי הוא 67 אך מרבית העצמאים ממשיכים לעבוד גם לאחר גיל זה, לפחות 5 שנים, כל עוד בריאותם מאפשרת זאת. אנו הנחנו כי ימשיך לעבוד עוד 3 שנים.

לאחר מכן יפרוש מעבודה, אם כי ימשיך לקבל רנטה שנתית (דמי שימוש שנתיים) בסך 100 אלף ₪ לשנה, כ- 8 אלף ₪ לחודש. תקבול זה מהווה תמורה להעברת העסק למנהל החדש שימונה, אחיין שלו שהוא גם שמאי בתחילת דרכו המקצועית. סכום זה כאשר מהווים אותו, ניתן לראותו כ"ערך סופי" (שנהוג לכנות גם כ"ערך טרמינל", או "ערך גרט") ומבחינה כלכלית קיימת שקילות בין השניים.

כלומר יכול הבעלים למכור את העסק בהתאם לשווי העסק במועד הפרישה. שווי העסק נגזר מרווחיו, בדומה לדרך בה נקטנו כדי להעריך את שווי העסק. הצבת ערך של 100 אלף ₪ לשנה נמוכה מסכום הרווחים השנתי ובמובן זה מהווה ערך שמרני ביחס ליכולת של העסק לשלם רנטה שנתית.

היוון סכום תזרים המזומנים הנובע משני התזרימים (של העסק והרנטה השנתית), מגדיר את ערך הפעילות, המסתכם לכ- 1,783 אלפי ₪. אליהם מתווסף ערך היתרות כפי שחושב בדוח XXX, בסך 227 אלף ₪. סכום ערך התזרים המהוון והיתרות מגדיר את שווי העסק, המסתכם לכ- 2,010 אלפי ₪, ובמעוגל 2 מיליון ₪ (לוח המרכז את תזרים המזומנים להלן ולוח שנתי מפורט בנספחים).

XXX - משרד שמאים			
ריכוז ממצאי תזרים מזומנים (אלפי ₪)			
סעיף	סה"כ	שנה ממוצעת	אחוז מהפדיון
רווח/תזרים לאחר מס	2,446	204	
תזרים המשך רנטה	1,500	115	
סך תזרים לבעלים	3,946	158	
תזרים מהוון כולל	1,783		
עודף נ' על הת' פיגסיות	227		
שווי חברה	2,010		

שיעור ההיוון ששימש להיוון תזרים המזומנים עומד על 10%. יישום מודלים לתמחור עלות ההון כאמור, מציב תחת הנחות שמרניות את שיעור ההיוון על 7.6% (לוח בנספחים). יישום שיעור היוון זה היה כמובן מעלה את ערך העסק. עם זאת לאור ניסיון רב בתחום ומטעמי שמרנות הונח שיעור היוון של 10%.



5.4 סיכום הערכת השווי

בדוח זה חיווייתי את דעתי על שווי משרד השמאים XXX, עסק המנוהל כעוסק מורשה, עם הנהלת חשבונות חד צידית.

כפי שהובהר בדוח, בהעדר נתונים אחרים, חוות הדעת התבססה על הנתונים שהוצגו בחוות הדעת של XXX.

הנתונים שנכללו בדוח XXX כללו נתוני מכירות לשנים 2016 עד 2020 (כאשר נתוני המכירות מתייחסים לשנים 2016 עד 2020 ונתוני רווחיות לשנים 2017 עד 2019. לא נכללו נתונים מאזניים כיוון שהעסק מנהל הנהלת חשבונות חד צידית כאמור.

לביצוע הערכת השווי נקטנו בגישת היוון תזרימי המזומנים שהיא הגישה העדיפה להערכת שווי מהסוג הנדון. הנושאים המהותיים להערכת שווי מסוג זה הם הגדרת תזרים מזומנים המשקף את אופי פעילות העסק על תזרים המזומנים שהוא מייצר לבעליו והיוון התזרים בשער היוון מתאים.

תזרים המזומנים שהוגדר לצורך קביעת שווי העסק, יוצא מתוך היקף ומבנה נתוני הפעילות שאפיינו את פעילות העסק בעבר, כמפורט בהרחבה בחוות הדעת ובפרט בפרק הערכת השווי. על בסיס נתוני העבר ומידע על העסק ובעליו ותכניותיו לעתיד, הוגדרה תחזית פעילות שממנה נגזרה תחזית תזרים מזומנים, שווי פעילות העסק ושווי העסק.

שווי פעילות העסק עומדת על 1,783 אלף ₪, לשווי זה הוסף שווי היתרות למועד הערכת השווי בסך 227 אלף ₪.

בהתאם לאמור לעיל שווי העסק עומד 2,010 אלף ₪.

בכבוד רב, אורי דהן



נספחים



2 בספטמבר 2021

לכבוד
עו"ד XXX

XXX שלום,

הנדון: הערכת שווי משרד שמאים XXX - שאלות למומחית

להלן שאלות המתייחסות להערכת השווי העסק בדוח XXX

1. על מה התבסס דוח רו"ח XXX בהצגת יתרות העסק (עמוד 8 לדוח XXX) ? ומדוע לא צורפו לדוח מסמכי המקור עליהם התבסס חישוב יתרות העסק ? נבקשך כעת לצרף את מסכי המקור ?

עוד נוסיף בהקשר זה מדוע לא הוצגו דוחות הכנסות והוצאות מפורטים של העסק ? מדוע התבסס דוח XXX על הדוחות שנתיים של רשות המיסים בלבד ?

2. בדוח XXX הוצגו נתוני הכנסות ורווחים. נתוני ההכנסות שהוצגו התייחסו לשנים 2016 עד 2020 (5 שנים) ואילו נתוני הרווחים התייחסו לשנים 2017 עד 2019 (3 שנים).

מכירות 2016 היו גבוהים יחסית ולכן אפשר ואף סביר כי גם הרווחים בשנה זו היו גבוהים יותר, אך נתוני הרווח לשנת 2016 לא היו בדוח שלך. לכן אפשר כי גזירת הרווח כפי שבצעת עשוי היה לתת רווח קטן יותר ולכן להשליך על תחזית רווחים נמוכה יותר ושווי נמוך יותר.

האם שימוש בנתונים לשנים מרוחקות בעבר (מעל 5 שנים), רלוונטי לפעילות העסק כיום ולשווי באותה מידה כמו הנתונים מהשנים האחרונות (עד חמש שנים לאחר, כלומר עד 2017) ?

לאור האמור, האם שימוש חלקי בנתונים, כפי שבוצע על בדוח XXX, עשוי לגרום להטעיה ולשווי נמוך יותר ?

3. האם נבחנו שיעורי הרווחיות המקובלים בענף שמאות הרכב ובפרט ההבדל בשיעורי הרווחיות בין עבודה מול חברות הביטוח לעומת עבודה מול לקוחות פרטיים ?

האם שיעורי הרווחיות מול לקוחות פרטיים גבוה בפי שניים לפחות מאשר מול חברות הביטוח ? האם ניתן לכך ביטוי בהערכת השווי שהוצגה בדוח XXX ?

לאור האמור, ובהנחה כי האמור לגבי ההבדל בשיעורי הרווחיות, האם היה נכון לתת ביטוי נפרד בתחזית תזרים המזומנים להכנסות הסקטור הפרטי לעומת חברות הביטוח ?

4. מה הסיבה להנחת שיעורי הצמיחה שהונחו ?

גידול 2% לשנה בשנים 2022 עד 2024 וירידה של 1% ו- 5% בשנים 2025 ו- 2026 בהתאמה ?



האם בהגדרת תחזית תזרים המזומנים העתידית, לא היה נכון יותר להתבסס על שיעורי הצמיחה (חיובית או שלילית) שאירעו בפועל בשנים שקדמו לתקופת התחזית?

5. אופק השקעה - מדוע הונח סיום תזרים המזומנים לאחר 6 שנים?

שהרי בפועל העסק ימשיך להניב תזרים לבעליו ו/או ליורשיו גם לאחר 6 שנים.

זאת מהסיבות הבאות:

תוחלת החיים למי שהגיע לגיל 61 גבוהה מתוחלת החיים הכללית (גיל 87 ולא 82).

רוב בעלי עסקים ממשיכים לעבוד כל עוד בריאותם מאפשרת זאת.

וללא תלות בנקודה הקודמת, לאחר הפסקת עבודה ימשיך הבעלים לקבל רנטה ו/או ימכור את העסק לממשיך דרכו (קיימת שקילות בין שתי האפשרויות).

לאור האמור ובהנחה שהאמור נכון, האם היה מקום להמשיך את התזרים לשנים נוספות ולאור זאת להגדיל את שווי העסק בהתאם?

6. עדכון שכר השמאי - בהערכת השווי שבוצעה על ידי רו"ח XXX הוצגה תחזית ההכנסות במחירים קבועים ואילו שכר השמאי עודכן. בדרך זו יש כדי ליצור טעות ולהפחית את השווי.

האם הערכות שווי ככלל צריכות להיעשות במחירים קבועים?

או לחילופין, באם הן נעשות במחירים משתנים, האם יש להיות עקבי ולהציג את כל הערכת השווי במחירים משתנים, או שנכון להציג חלק מהערכת השווי במחירים קבועים וחלק במחירים משתנים, כפי שאת בצעת?

לו בוצעה הערכת השווי במחירים קבועים (או לחילופין כולה ולא חלקה, במחירים משתנים) האם היה בכך להגדיל את שווי העסק?

7. שיעור ההיוון - על מה התבסס דוח XXX בקביעת שיעור ההיוון?

האם נכון לעשות שימוש במודלים מימוניים מקובלים לקביעת שיעור, ההיוון או לפחות להסתמך עליהם במידה כזו או אחרת?

מודלים כגון:

CAPM (Capital Asset Pricing Model),

ו- WACC (Weighted Average Cost of Capital)

בהינתן כי נכון לעשות שימוש במודלים הנ"ל לקביעת מחיר ההון, האם נכון להשתמש במאגרי מידע בינלאומיים, כגון המאגר של "אסווס דמוראדאן"¹, לקביעת הפרמטרים במודל (ולענייננו בעיקר ל- "ביטא", ול- "פרמיית תיק השוק")?

בכבוד רב, אורי דהן

¹ מאגר: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/home.htm