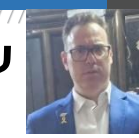

ערך השוק של הפעילות לעומת ההכנסות (Enterprise Value to Revenue) של ענפי משק שונים בארה"ב

מעריך השווי המוערך האקטואר רועי פולניצר מציג את מכפילי ההכנסות מסוג Enterprise Value/Revenue בענפים שונים בארה"ב

ב מאמר זה אציג את יחסי ה- EV/Revenue (קרי, מכפילי ההכנסות מסוג EV/Sales) בענפי משק שונים בארה"ב ואת שיעורי הניכיון המשמשים להיוון זרמי ההכנסות (RADR- Revenue-Adjusted Discount Rate) המשתמעים הגלומים (Implied) ביחסים אלו.

היחס בין ערך השוק של הפעילות להכנסות מצביע על מידת ההתאמה שבין ערך השוק של הפעילות העסקית (Enterprise Value, הערך הכלכלי של הפירמה המחושב כסך הצברם של הון מניות החברה, לדעת המשקיעים בבורסה, בתוספת עלותו הפנסקנית של החוב הפיננסי ברוטו בספרי החברה ובניכוי יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בספרי החברה), לבין ההכנסות של החברה (הכנסות המוצגות על פי כללים חשבונאיים). כאשר יחס זה גבוה מ-1, משמע שציבור המשקיעים מעריך את החברה מעבר להכנסות של החברה בספרים, נתון המשקף פוטנציאל עתידי גבוה יותר לחברה לדעתם. כאשר היחס נמוך מ-1, משמע שההכנסות של החברה בספרים, לדעת המשקיעים, הוא בבחינת הערכת יתר (Over-estimation) של הערך הכלכלי של הפירמה.

יחסי ה- EV/Revenue נלקחו מתוך מחקר בדבר מכפילי הכנסות מסוג EV/Sales של המלומד Aswath Damodaran בעבור ענפים שונים בארה"ב ל- 31 בדצמבר 2023 (המחקר פורסם באתרו של Damodaran ב- 5 בינואר 2024). יחסי ה- EV/Revenue של כל חברה בכל ענף חושבו על בסיס הנוסחה הבאה:

$$Enterprise\ Value\ to\ Revenue = \left(\frac{EV}{Revenue}\right)_t^i$$

כאשר,

$(EV)_t^i$ = ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה i בתקופה t. ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה כלשהי מוגדר כסך הצברם של שווי מניותיה וכתבי האופציות שלה הרשומים למסחר בתוספת השווי המאזני של החוב הפיננסי ברוטו של החברה (יתרות חוב למערכת הבנקאית ולגופים פיננסיים אחרים, יתרות חוב למחזיקי אגרות חוב וההתחייבות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות) ובניכוי מזומנים, שווי מזומנים וניירות ערך סחירים). החוב הפיננסי ברוטו מוגדר כסך הצברם של החוב הפיננסי נושא הריבית לטווח ארוך והחוב הפיננסי נושא הריבית לטווח קצר (אך לא ספקים, זכאים או התחייבויות שאינן נושאות ריבית), כאשר השווי המאזני של החוב משמש כאומדן מייצג (proxy) לערך השוק של החוב הפיננסי ברוטו. לאמור- מקובל להניח כי הערך בספרים של החוב הפיננסי ברוטו שווה בקירוב לערך השוק שלו. אומדן שווי פעילות החברה המאוחדת (כולל חלקה בחברות הבת על בסיס כלכלי -מאוחד), בערכים נוכחים מסומן כ- EV ונקרא גם ערך השוק של הפירמה. ערך השוק של הפירמה מתחלק באופן כללי בין בעלי החוב השונים לבין מחזיקי ההון העצמי. מבחינה מימונית/כלכלית EV משקף הן את שווי הנכסים הקיימים (המוחשיים והבלתי מוחשיים כאחד) והן את פוטנציאל ההכנסות העתידיות המשתקף בערך השוק של החברה.

$(Revenue)_t^i$ = ההכנסות של חברה i - בתקופה t. מאחר וההכנסות הן פריט תוצאתי ולא פרטי מאזני הרי שהן נמדדות על פני 12 החודשים (או תוצאות ארבעת הרבעונים) שקדמו למועד החישוב.

כידוע, נתוני הדוחות הכספיים של פירמות ציבוריות, מתפרסמים לציבור באיחור של בין חודשיים לשלושה חודשים (כך למשל דוחות שנתיים מתפרסמים החל מחודש מרץ בשנה העוקבת; דוחות רבעון ראשון מתפרסמים החל מחודש מאי של אותה שנה; דוחות רבעון שני מתפרסמים החל מחודש אוגוסט של אותה שנה; ודוחות רבעון שלישי מתפרסמים החל מחודש נובמבר של אותה שנה); לכן היחס: $(EV/Revenue)_t^i$ שחושב על ידי המלומד Aswath Damodaran הוא; $\left[\frac{EV_t}{Revenue_{t-3}}\right]^i$ כלומר, ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה i נאמד בזמן t, כלומר ב- 31.12.2023 בעוד שההכנסות של חברה i נאמד בזמן $t-3$, כלומר, נלקח מתוך הדוח הכספי שפורסם לציבור ב- 30.09.2023 (בדוח הזה מופיעות הכנסות החברה הן ל- 9 החודשים הראשונים של שנת 2023 הן ל- 9 החודשים הראשונים של שנת 2022 והן לשנת 2022 כולה – כלומר משלושת האומדנים הללו ניתן לקבל את הכנסות החברה ל- 12 החודשים האחרונים שקדמו ל- 30.09.2023).

רבים טועים לחשוב שה- WACC הוא שיעור הניכיון הראוי להיוון הכנסות החברה. הטענה שלהם היא שמאחר שה- WACC הוא שיעור הניכיון הראוי להיוון תזרימי המזומנים החופשיים (הפנויים) של בעלי הפירמה (FCFF- Free Cash Flows to Firm) והיות שתזרימי המזומנים החופשיים של בעלי הפירמה הם פונקציה של הכנסות החברה (כי על מנת לקבל את תזרים המזומנים החופשי של בעלי הפירמה מקובל להתחיל מהכנסות החברה לנכות מהן את עלות ההכנסות של החברה והוצאותיה התפעוליות על מנת לקבל את הרווח התפעולי שלה וממנו לנכות הן את שיעור המס הסטטוטורי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על החברה הן את היקף השקעה החזוי בהשקעות בהון חוזר והן את השקעה הנורמטיבית החזויה ברכוש קבוע ולבסוף להוסיף את הוצאות הפחת), הרי שה- WACC הוא שיעור הניכיון הראוי להיוון הכנסות החברה. כאן הטעות.

כל מעריך שווי תאגידים יודע שככל שאנו יורדים במורד דו"ח הרווח וההפסד כך המכפיל של ערך השוק של הפירמה על סעיף הרווח הולך וגדל ובהתאמה שיעור הניכיון הגלום בו הולך וקטן. לדוגמא, ברור שמכפיל ההכנסות של חברה מסוימת, עבור אותו שווי פעילות יהיה נמוך יותר ממכפיל הרווח הגולמי שלה וששניהם יהיו נמוכים יותר ממכפיל ה- EBITDA שלה. בהתאמה, מכפיל ה- EBITDA של אותה חברה יהיה נמוך יותר הן ממכפיל ה- EBIT שלה (בהנחה שלחברה יש הוצאות פחת והפחתות) והן ממכפיל ה- EBIT(1-t) שלה. מאחר וקיים קשר הפוך בין המכפיל לשיעור ההיוון הגלום בו (הוא שיעור הניכיון המשתמע) הרי שברור ששיעור הניכיון של הכנסות חברה מסוימת, עבור אותו שווי פעילות יהיה גבוה יותר משיעור הניכיון של הרווח הגולמי שלה, וששניהם יהיו גבוהים יותר משיעור הניכיון של רווחי ה- EBITDA. בהתאמה, שיעור הניכיון של רווחי ה- EBITDA של אותה חברה יהיה גבוה יותר הן משיעור הניכיון של הרווח התפעולי לפני מס (EBIT) של החברה והן משיעור הניכיון של הרווח התפעולי לאחר מס של החברה.

הערה אינפורמטיבית: הנחת הבסיס האקסיומטית של מעריכי השווי בישראל המשתמשים במחקריו של המלומד Aswath Damodaran בדבר הממוצעים הענפיים בארה"ב של פרמטרים פיננסיים שונים (מכפילי ההכנסות במקרה דנן שלפנינו), היא שהענף בישראל שאליו משתייכת החברה שאת שווייה הם מבקשים להעריך מתנהג/מתפלג בדומה לענף המקביל בארה"ב, ועל כן הפרמטרים הממוצעים שמצטט המלומד בעבור אותו ענף בארה"ב משקפים באופן כלכלי נאות את אותם פרמטרים בעבור אותו ענף בישראל.

הואיל ופעם אחת מכפילי ההכנסות של המלומד Aswath Damodaran נגזרו מתוך מדגמים של חברות ענק בעוד שלרוב החברות בישראל המוערכת אינן חברות גדולות בהשוואה לחברות אלה ופעם שניה מאחר ומכפילי ההכנסות של המלומד Aswath Damodaran נגזרו מתוך מדגמים של חברות הפועלות בארה"ב בעוד שעל פי רוב החברות בישראל פועלות בעיקר בארץ הרי שנדרש להפעיל על מכפילי ההכנסות של המלומד Aswath Damodaran הן דיסקאונט בגין הבדלי הגדלים בין חברות המדגם של המלומד לבין החברה והן דיסקאונט בגין אזור גיאוגרפי שונה. במאמרו של האקטואר יוסי דקל (2022) שכותרתו ***"בעת הערכת שווי חברה פרטית בישראל יש לבצע הפחתה בשיעור של לפחות 40% במכפילי 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 בשיטת מכפיל ההכנסות יש לבצע הפחתה בשיעור שבין 40% ל- 60% על מכפילי ההכנסות של המלומד Aswath Damodaran.

ערך שוק של פעילות לס"ה הכנסות *EV/Revenue* של ענפי משק שונים בארה"ב

ארה"ב (ינואר 2024)

שם הענף	*EV/Revenue*	*RADR (%)*
Overall market	**3.23**	**0.31**
Advertising	2.26	0.44
Aerospace/Defense	2.48	0.40
Air Transport	0.91	1.10
Apparel	1.20	0.83
Auto & Truck	2.49	0.40
Auto Parts	0.82	1.22
Bank (Money Center)	5.27	0.19
Banks (Regional)	4.47	0.22
Beverage (Alcoholic)	3.89	0.26
Beverage (Soft)	4.16	0.24
Broadcasting	1.25	0.80
Brokerage & Investment Banking	5.61	0.18
Building Materials	2.11	0.47
Business & Consumer Services	2.68	0.37
Cable TV	2.55	0.39
Chemical (Basic)	1.15	0.87
Chemical (Diversified)	1.16	0.86
Chemical (Specialty)	2.68	0.37
Coal & Related Energy	1.33	0.75
Computer Services	1.37	0.73
Computers/Peripherals	5.51	0.18
Construction Supplies	2.14	0.47
Diversified	2.43	0.41
Drugs (Biotechnology)	6.89	0.15
Drugs (Pharmaceutical)	5.08	0.20
Education	2.30	0.43
Electrical Equipment	2.98	0.34
Electronics (Consumer & Office)	0.85	1.18
Electronics (General)	2.18	0.46
Engineering/Construction	1.12	0.90
Entertainment	3.07	0.33
Environmental & Waste Services	3.38	0.30
Farming/Agriculture	1.11	0.90
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	19.18	0.05
Food Processing	1.84	0.54
Food Wholesalers	0.40	2.50
Furn/Home Furnishings	1.05	0.95
Green & Renewable Energy	7.47	0.13
Healthcare Products	5.16	0.19
Healthcare Support Services	0.61	1.64
Heathcare Information and Technology	5.29	0.19
Homebuilding	1.32	0.76
Hospitals/Healthcare Facilities	1.56	0.64
Hotel/Gaming	4.23	0.24
Household Products	3.41	0.29
Information Services	2.33	0.43
Insurance (General)	2.66	0.38
Insurance (Life)	1.57	0.64
Insurance (Prop/Cas.)	1.36	0.74
Investments & Asset Management	5.42	0.18
Machinery	3.07	0.33
Metals & Mining	2.94	0.34
Office Equipment & Services	1.17	0.85
Oil/Gas (Integrated)	1.35	0.74
Oil/Gas (Production and Exploration)	2.65	0.38
Oil/Gas Distribution	3.58	0.28
Oilfield Svcs/Equip.	0.63	1.59
Packaging & Container	1.40	0.71
Paper/Forest Products	1.04	0.96
Power	3.72	0.27
Precious Metals	3.96	0.25
Publishing & Newspapers	1.44	0.69
R.E.I.T.	11.49	0.09
Real Estate (Development)	4.38	0.23
Real Estate (General/Diversified)	4.78	0.21
Real Estate (Operations & Services)	1.51	0.66
Recreation	1.84	0.54
Reinsurance	0.69	1.45
Restaurant/Dining	4.19	0.24
Retail (Automotive)	1.05	0.95
Retail (Building Supply)	2.17	0.46
Retail (Distributors)	1.81	0.55
Retail (General)	1.57	0.64
Retail (Grocery and Food)	0.41	2.42
Retail (REITs)	12.15	0.08
Retail (Special Lines)	0.98	1.02
Rubber& Tires	0.63	1.59
Semiconductor	10.60	0.09
Semiconductor Equip	5.24	0.19
Shipbuilding & Marine	1.70	0.59
Shoe	2.89	0.35
Software (Entertainment)	6.03	0.17
Software (Internet)	8.38	0.12
Software (System & Application)	10.72	0.09
Steel	0.94	1.06
Telecom (Wireless)	3.51	0.28
Telecom. Equipment	3.61	0.28
Telecom. Services	2.36	0.42
Tobacco	4.80	0.21
Transportation	1.68	0.60
Transportation (Railroads)	6.63	0.15
Trucking	1.81	0.55
Utility (General)	4.13	0.24
Utility (Water)	7.90	0.13

מקור: Damodaran Online, Aswath Damodaran. NYU, Stern School of Business