



השוק של הפעילות לעומת הרווח התפעולי לפני מס (Enterprise Value to EBIT) של ענפי משק שונים בארה"ב

מעריך השווי המוערך האקטואר רועי פולניצר מציג את מכפילי הרווח התפעולי לפני מס EV/EBIT בענפים שונים בארה"ב

ערך שוק של פעילות לרווח תפעולי EV/EBIT של ענפי משק שונים בארה"ב
ארה"ב (ינואר 2024)

שם הענף	EV/EBIT	EBADR (%)
Overall market	26.14	0.04
Advertising	22.24	0.04
Aerospace/Defense	28.31	0.04
Air Transport	13.02	0.08
Apparel	12.39	0.08
Auto & Truck	49.58	0.02
Auto Parts	14.12	0.07
Beverage (Alcoholic)	18.68	0.05
Beverage (Soft)	21.47	0.05
Broadcasting	10.67	0.09
Building Materials	15.39	0.06
Business & Consumer Services	23.49	0.04
Cable TV	13.35	0.07
Chemical (Basic)	14.06	0.07
Chemical (Diversified)	73.62	0.01
Chemical (Specialty)	20.00	0.05
Coal & Related Energy	4.04	0.25
Computer Services	18.86	0.05
Computers/Peripherals	25.97	0.04
Construction Supplies	14.03	0.07
Diversified	10.51	0.10
Drugs (Pharmaceutical)	27.43	0.04
Education	31.74	0.03
Electrical Equipment	28.89	0.03
Electronics (General)	22.11	0.05
Engineering/Construction	23.13	0.04
Entertainment	42.53	0.02
Environmental & Waste Services	24.26	0.04
Farming/Agriculture	10.56	0.09
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	83.08	0.01
Food Processing	16.77	0.06
Food Wholesalers	18.05	0.06
Furn/Home Furnishings	16.70	0.06
Green & Renewable Energy	33.58	0.03
Healthcare Products	36.99	0.03
Healthcare Support Services	15.46	0.06
Healthcare Information and Technology	36.53	0.03
Homebuilding	8.11	0.12
Hospitals/Healthcare Facilities	13.41	0.07
Hotel/Gaming	30.73	0.03
Household Products	20.01	0.05
Information Services	19.06	0.05
Insurance (General)	17.34	0.06
Insurance (Prop.Cas.)	15.66	0.06
Investments & Asset Management	34.90	0.03
Machinery	20.31	0.05
Metals & Mining	14.87	0.07
Office Equipment & Services	15.61	0.06
Oil/Gas (Integrated)	8.54	0.12
Oil/Gas (Production and Exploration)	6.98	0.14
Oil/Gas Distribution	9.29	0.11
Oilfield Svcs/Equip.	7.08	0.14
Packaging & Container	14.03	0.07
Paper/Forest Products	10.31	0.10
Power	22.34	0.04
Precious Metals	40.06	0.02
Publishing & Newspapers	18.91	0.05
R.E.I.T.	47.68	0.02
Real Estate (Development)	36.27	0.03
Real Estate (General/Diversified)	28.44	0.04
Recreation	21.72	0.05
Reinsurance	7.14	0.14
Restaurant/Dining	29.33	0.03
Retail (Automotive)	17.42	0.06
Retail (Building Supply)	17.19	0.06
Retail (Distributors)	13.82	0.07
Retail (General)	38.47	0.03
Retail (Grocery and Food)	19.80	0.05
Retail (REITs)	34.71	0.03
Retail (Special Lines)	20.32	0.05
Rubber & Tires	29.78	0.03
Semiconductor	53.32	0.02
Semiconductor Equip	21.53	0.05
Shipbuilding & Marine	14.23	0.07
Shoe	23.68	0.04
Software (Entertainment)	22.22	0.05
Software (System & Application)	39.48	0.03
Steel	7.73	0.13
Telecom (Wireless)	23.51	0.04
Telecom. Equipment	17.65	0.06
Telecom. Services	11.21	0.09
Tobacco	11.67	0.09
Transportation	20.89	0.05
Transportation (Railroads)	18.97	0.05
Trucking	20.59	0.05
Utility (General)	19.08	0.05
Utility (Water)	25.64	0.04

התפעולי של 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 הרווח התפעולי החברה ל- 12 החודשים האחרונים שקדמו ל- (30.09.2023).

רבים טועים לחשוב שה- WACC הוא שיעור הניכיון הראוי להיוון הרווח התפעולי לפני מס של 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 הרווחים התפעוליים לפני מס של החברה (כי הרי על מנת לקבל את תזרימי המזומנים החופשי של בעלי הפירמה מקובל להתחיל מהרווח התפעולי לפני מס לנכות ממנו את שיעור המס, לאחר מכן להוסיף עליו את הוצאות הפחת ולבסוף לנכות ממנו הן את היקף ההשקעה החזוי בהשקעות בהון חוזר והן את ההשקעה הנורמטיבית החזויה ברכוש קבוע), הרי שה- WACC הוא שיעור הניכיון הראוי להיוון הרווחים התפעוליים לפני מס של החברה. כאן הטעות.

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

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

הואיל ופעם אחת מכפילי ה- EBIT המלומד Aswath Damodaran נגזרו מתוך מדגמים של חברות ענק בעוד שלרוב החברות בישראל המוערכת אינן חברות גדולות בהשוואה לחברות אלה ופעם שניה מאחר ומכפילי ה- EBIT של המלומד Aswath Damodaran נגזרו מתוך מדגמים של חברות הפועלות בארה"ב בעוד שעל פי רוב החברות בישראל פועלות בעיקר בארץ הרי שדרש להפעיל על מכפילי ה- EBIT של המלומד Aswath Damodaran הן דיסקאונט בגין 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 דמואראן"** אשר פורסם ב- 25 באפריל 2022 בכתב העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית – סטטוס, קובע האקטואר יוסי דקל כי לצורך הערכת שווייה של חברה פרטית בשיטת מכפילי ה- EBIT יש לבצע הפחתה בשיעור שבין 40% ל- 60% על מכפילי ה- EBIT של המלומד Aswath Damodaran.

במאמר זה אציג את יחסי ה- EV/EBIT (קרי, מכפילי הרווח התפעולי לפני מס) בענפי משק שונים בארה"ב ואת שיעורי הניכיון המשמשים להיוון זומי הרווח התפעולי לפני מס (EBADR- EBIT-Adjusted Discount Rate) המשמעים הגלומים (Implied) ביחסים אלו.

היחס בין ערך השוק של הפעילות לרווח התפעולי מצביע על מידת ההתאמה שבין ערך השוק של הפעילות העסקית (Enterprise Value), הערך הכלכלי של הפירמה המחושב כסך הצבר של הון מניות החברה, לדעת המשקיעים בבורסה, בתוספת עלות הפנסקגית של החוב הפיננסי בררטי בספרי החברה ובניכוי תורות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בספרי החברה, לבין הרווח התפעולי לפני מס (רווח תפעולי המוצג על פי כללים חשבונאיים). כאשר יחס זה גבוה מ-1, משמע שצבור המשקיעים מעריך את החברה מעבר לרווח התפעולי לפני מס בפריים, נתון המשקף פוטנציאל עתיד גבוה יותר לחברה לדעתם. כאשר היחס נמוך מ-1, משמע שהרווח התפעולי לפני מס בפריים, לדעת המשקיעים, הוא בתבנית הערכת יתר (Over-estimation) של הערך הכלכלי של הפירמה.

יחסי ה- EV/EBIT נלקחו מתוך מחקר בדבר מכפילי ה- EBIT 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/EBIT של כל חברה בכל ענף חושבו על בסיס הנוסחה הבאה:

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

כאשר, $(EV)_t^i$ = ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה i בתקופה t. ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה כלשהי מוגדר כסך הצבר של שווי מניותיה וכתבי האופציות שלה הרשומים למסחר בתוספת השווי המאזני של החוב הפיננסי בררטי של החברה (יתרות חוב למערכת הבנקאית ולגופים פיננסיים אחרים, יתרות חוב למחזיקי אגרות חוב והתחייבות לתשלום דיבידנד בעל המניות) ובניכוי מזומנים, שווי מזומנים וניירות מ-1 (סחירים). החוב הפיננסי בררטי מוגדר כסך הצבר של החוב הפיננסי נושא הריבית לטוח ארוך החוב הפיננסי נושא הריבית לטוח קצר (אך לא ספקים, זכאים או התחייבויות שאינן נושאות ריבית), כאשר השווי המאזני של החוב משמש כאומדן מייצג (proxy) לערך השוק של החוב הפיננסי בררטי. לאמור- מקובל להניח כי הערך בפריים של החוב הפיננסי בררטי 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 מימנית/כלכלית EV משקף הן את שווי הכנסים הקיימים (המוחשיים והבלתי מוחשיים כאחד) והן את פוטנציאל הרווחים הגולמיים העתידיים המשתקף בערך השוק של החברה.

$(EBIT)_t^i$ = הרווח התפעולי לפני מס של חברה i בתקופה t. מאחר והרווח התפעולי לפני מס הוא פריט תוצאתי ולא פריט מאזני הרי שהוא נמדד על פני 12 החודשים (או תוצאות ארבעת הרבעונים) שקדמו למועד החישוב.

כידוע, תוני הדוחות הכספיים של פירמות ציבוריות, מתפרסמים לציבור באיחור של בין חודשיים לשלושה חודשים (נך 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; דוחות רבעון שלישי מתפרסמים החל מחודש נובמבר של אותה שנה), לכן היחס: $(EV/EBIT)_t^i$

חשוב על ידי הוא: $\left[\frac{EV}{EBIT_{t-3}} \right]^i$ כלומר, ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה i נאמד בזמן t, כלומר ב- 31.12.2023 בעוד שהרווח התפעולי לפני מס של חברה i נאמד בזמן t-3, כלומר, נלקח מתוך הדוח הכספי שפורסם לציבור ב- 30.09.2023 (בדוח הזה מופיע הרווח