



# ערך השוק של הפעילות לעומת הרווח הגולמי (Enterprise Value to Gross Profit) של ענפי משק שונים בארה"ב

מערך השווי המוערך [האקטואר רועי פולניצר](#) מציג את מכפילי הרווח הגולמי מסוג Enterprise Value/Gross Profit בענפים שונים בארה"ב

ארה"ב (ינואר 2024)		
שם הענף	EV/Gross	GPADR (%)
Overall market	8.83	0.11
Advertising	8.04	0.12
Aerospace/Defense	14.35	0.07
Air Transport	3.51	0.28
Apparel	2.31	0.43
Auto & Truck	20.01	0.05
Auto Parts	5.44	0.18
Bank (Money Center)	5.27	0.19
Banks (Regional)	4.50	0.22
Beverage (Alcoholic)	8.60	0.12
Beverage (Soft)	7.64	0.13
Broadcasting	3.25	0.31
Brokerage & Investment Banking	9.04	0.11
Building Materials	6.82	0.15
Business & Consumer Services	8.01	0.12
Cable TV	4.31	0.23
Chemical (Basic)	8.37	0.12
Chemical (Diversified)	6.38	0.16
Chemical (Specialty)	8.09	0.12
Coal & Related Energy	3.84	0.26
Computer Services	5.38	0.19
Computers/Peripherals	14.68	0.07
Construction Supplies	8.58	0.12
Diversified	8.61	0.12
Drugs (Biotechnology)	12.22	0.08
Drugs (Pharmaceutical)	7.78	0.13
Education	5.21	0.19
Electrical Equipment	9.15	0.11
Electronics (Consumer & Office)	2.61	0.38
Electronics (General)	7.96	0.13
Engineering/Construction	8.06	0.12
Entertainment	8.05	0.12
Environmental & Waste Services	9.77	0.10
Farming/Agriculture	6.71	0.15
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	29.07	0.03
Food Processing	7.51	0.13
Food Wholesalers	2.70	0.37
Furn/Home Furnishings	4.02	0.25
Green & Renewable Energy	12.12	0.08
Healthcare Products	9.28	0.11
Healthcare Support Services	4.24	0.24
Healthcare Information and Technology	11.09	0.09
Homebuilding	5.28	0.19
Hospitals/Healthcare Facilities	4.33	0.23
Hotel/Gaming	7.10	0.14
Household Products	7.01	0.14
Information Services	7.13	0.14
Insurance (General)	7.83	0.13
Insurance (Life)	7.64	0.13
Insurance (Prop/Cas.)	5.79	0.17
Investments & Asset Management	8.10	0.12
Machinery	8.64	0.12
Metals & Mining	9.44	0.11
Office Equipment & Services	3.32	0.30
Oil/Gas (Integrated)	3.61	0.28
Oil/Gas (Production and Exploration)	4.51	0.22
Oil/Gas Distribution	6.76	0.15
Oilfield Svcs/Equip.	4.46	0.22
Packaging & Container	6.45	0.16
Paper/Forest Products	5.15	0.19
Power	9.93	0.10
Precious Metals	12.18	0.08
Publishing & Newspapers	3.14	0.32
R.E.I.T.	20.00	0.05
Real Estate (Development)	13.61	0.07
Real Estate (General/Diversified)	10.23	0.10
Real Estate (Operations & Services)	4.42	0.23
Recreation	5.02	0.20
Reinsurance	4.39	0.23
Restaurant/Dining	12.93	0.08
Retail (Automotive)	4.80	0.21
Retail (Building Supply)	6.35	0.16
Retail (Distributors)	5.61	0.18
Retail (General)	5.08	0.20
Retail (Grocery and Food)	1.62	0.62
Retail (REITs)	15.65	0.06
Retail (Special Lines)	3.29	0.30
Rubber & Tires	3.79	0.26
Semiconductor	20.49	0.05
Semiconductor Equip	11.84	0.08
Shipbuilding & Marine	6.70	0.15
Shoe	6.36	0.16
Software (Entertainment)	9.50	0.11
Software (Internet)	14.18	0.07
Software (System & Application)	14.99	0.07
Steel	4.88	0.21
Telecom (Wireless)	5.73	0.17
Telecom. Equipment	6.49	0.15
Telecom. Services	4.05	0.25
Tobacco	7.83	0.13
Transportation	6.68	0.15
Transportation (Railroads)	13.32	0.08
Trucking	8.23	0.12
Utility (General)	10.18	0.10
Utility (Water)	14.23	0.07

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

$t - 3$ , כלומר, נלקח מתוך הדוח הכספי שפורסם לציבור ב-30.09.2023 (בדוח הזה מופיע הרווח הגולמי 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 הגולמי של החברה ל-12 החודשים האחרונים שקדמו ל-30.09.2023.

רבים טועים לחשוב שה-WACC הוא שיעור הניכיון הראוי להיוון הרווח הגולמי 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 הגולמיים של החברה (כי הרי על מנת לקבל את תזרימי המזומנים החופשיים של בעלי הפירמה מקובל להתחיל מהרווח הגולמי של החברה לנכות ממנו את הוצאותיה התפעוליות על מנת לקבל את הרווח התפעולי שלה וממנו לנכות הן את שיעור המס הסטטוטורי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על החברה הן את היקף ההשקעה החזוי בהשקעות בהון חוזר והן את ההשקעה הנורמטיבית החזויה ברכוש קבוע ולבסוף להוסיף את הוצאות הפחתה, הרי שה-WACC הוא שיעור הניכיון הראוי להיוון הרווח הגולמי של החברה. כאן הטעות.

כל מערך שווי תאגידי יודע שככל שאנו יורדים במדרג דו"ח הרווח וההפסד כך המכפיל של ערך השוק של הפירמה על סעיף 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 מן המכפיל ה-EBIT של (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 שברור 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 וכך הלאה.

**הערה אינפורמטיבית: הנחת הבסיס האקסיומטית של מעריכי השווי בישראל המשתמשים במחקרו של המלומד Aswath Damodaran בדבר הממוצע הענפיים בארה"ב של פרמטרים פיננסיים שונים (מכפילי הרווח הגולמי במקרה דנן שלפנינו), היא שהענף בישראל שאילו 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 הרווח הגולמי של המלומד Aswath Damodaran נגזרו מתוך מדגמים של חברות ענק בעוד שלרוב החברות בישראל המוערכת אינן חברות גדולות בשווייה לחברות אלה ופעם שניה מאחר ומכפילי הרווח הגולמי של המלומד Aswath Damodaran נגזרו מתוך מדגמים של חברות הפועלות בארה"ב בעוד שעל פי רוב החברות בישראל פועלות בעיקר בארץ הרי שגדרש להפעיל על מכפילי הרווח הגולמי של המלומד Aswath Damodaran דיסקאונט בגין הבדלי הגדלים בין חברות המדגם של המלומד לבין החברה והן דיסקאונט בגין אזור גיאוגרפי שונה. במאמר 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 מכפיל הרווח הגולמי יש לבצע הפחתה בשיעור שבין 40% ל-60% על מכפילי הרווח הגולמי של המלומד Aswath Damodaran.

מאמר זה אציג את יחסי ה-EV/Gross (קרי, מכפילי הרווח הגולמי) בענפי משק שונים בארה"ב ואת שיעורי הניכיון המשמשים להיוון זרמי הרווח הגולמי המשתמעים הגולמים (Implied) ביחסים אלו.

יחס בין ערך השוק של הפעילות לרווח הגולמי 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 עלותו הפנסקית של החוב הפיננסי ברוטו בספרי החברה ובניכוי יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בספרי החברה, לבין הרווח הגולמי של החברה (רווח גולמי המוצג על פי כללים חשבונאיים). כאשר יחס זה גבוה מ-1, משמע שצירוב המשקיעים מעריך את החברה מעבר לרווח הגולמי שלה בספרים, נתון המשקף פוטנציאל עתידי גבוה יותר לחברה לדעתם. כאשר היחס נמוך מ-1, משמע שהרווח הגולמי בספרים, לדעת המשקיעים, הוא בבחינת הערכת יתר (Over-estimation) של הערך הכלכלי של הפירמה.

יחסי ה-EV/Gross נלקחו מתוך מחקר בדבר מכפילי הכנסות מסוג EV/Sales ושיעורי הרווחיות הגולמית של (Gross Margin) 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/Gross של כל חברה בכל ענף חושבו על בסיס הנוסחה הבאה:

$$Enterprise\ Value\ to\ Gross\ Profit = \left( \frac{EV}{Gross} \right)_t$$

כאשר,

$(EV)_t =$  ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה  $i$  בתקופה  $t$ . ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה  $i$  כלהי שמוגדר כסך הצבר 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 דבידנד לבעלי המניות) ובניכוי מזומנים, שווי מזומנים וניירות ערך (סחירים). החוב הפיננסי ברוטו מוגדר כסך הצבר של החוב הפיננסי נושא הריבית לטווח קצר (אך לא ספקים, זכאים או החתיבויות שאינן נושאות ריבית), כאשר השווי המאזני של החוב משמש כאומדן מייגע (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 הרווחים הגולמיים העתידיים המשתקף בערך השוק של החברה.

$(Gross)_t =$  הרווח הגולמי של חברה  $i$  - בתקופה  $t$ . מאחר והרווח הגולמי הוא פריט תוצאתי ולא פרטי מאזני הרי שהוא נמדד 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 (וכך 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:  $(EV/Gross)_t$  שחושב על ידי הוא:  $\left[ \frac{EV_t}{Gross_{t-3}} \right]^i$  כלומר, ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה  $i$  נאמד בזמן  $t$ , כלומר ב-31.12.2023 בעוד שהרווח הגולמי של חברה  $i$  נאמד בזמן