



ערך השוק של הפעילות לעומת הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (Enterprise Value to EBITDA) של ענפי משק שונים בארה"ב

מעריך השווי המוערך האקטואר רועי פולניצר מציג את מכפילי הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות EV/EBITDA בענפים שונים בארה"ב

ערך שוק של פעילות לרווח תפעולי לפני פחת והפחתות
 של EV/EBITDA של ענפי משק שונים בארה"ב
 (ארה"ב | ינואר 2024)

שם הענף	EV/EBITDA	EADR (%)
Overall market	16.81	0.06
Advertising	12.94	0.08
Aerospace/Defense	18.49	0.05
Air Transport	6.17	0.16
Apparel	7.92	0.13
Auto & Truck	21.65	0.05
Auto Parts	7.06	0.14
Beverage (Alcoholic)	14.84	0.07
Beverage (Soft)	18.07	0.06
Broadcasting	7.31	0.14
Building Materials	12.01	0.08
Business & Consumer Services	16.12	0.06
Cable TV	7.80	0.13
Chemical (Basic)	8.10	0.12
Chemical (Diversified)	15.40	0.06
Chemical (Specialty)	12.85	0.08
Coal & Related Energy	2.75	0.36
Computer Services	12.61	0.08
Computers/Peripherals	21.83	0.05
Construction Supplies	11.12	0.09
Diversified	8.93	0.11
Drugs (Biotechnology)	13.52	0.07
Drugs (Pharmaceutical)	16.62	0.06
Education	10.80	0.09
Electrical Equipment	14.65	0.07
Electronics (Consumer & Office)	19.14	0.05
Electronics (General)	13.59	0.07
Engineering/Construction	12.76	0.08
Entertainment	16.37	0.06
Environmental & Waste Services	15.00	0.07
Farming/Agriculture	8.97	0.11
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	62.48	0.02
Food Processing	12.51	0.08
Food Wholesalers	11.26	0.09
Furn/Home Furnishings	9.37	0.11
Green & Renewable Energy	12.63	0.08
Healthcare Products	21.51	0.05
Healthcare Support Services	11.29	0.09
Healthcare Information and Technology	21.44	0.05
Homebuilding	7.79	0.13
Hospitals/Healthcare Facilities	8.75	0.11
Hotel/Gaming	14.98	0.07
Household Products	15.95	0.06
Information Services	12.15	0.08
Insurance (General)	11.48	0.09
Insurance (Life)	17.24	0.06
Insurance (Prop/Cas.)	11.77	0.08
Investments & Asset Management	34.85	0.03
Machinery	15.46	0.06
Metals & Mining	10.36	0.10
Office Equipment & Services	9.34	0.11
Oil/Gas (Integrated)	6.24	0.16
Oil/Gas (Production and Exploration)	4.67	0.21
Oil/Gas Distribution	7.31	0.14
Oilfield Svcs/Equip.	5.42	0.18
Packaging & Container	8.63	0.12
Paper/Forest Products	7.06	0.14
Power	11.69	0.09
Precious Metals	13.01	0.08
Publishing & Newspapers	10.52	0.10
R.E.I.T.	21.02	0.05
Real Estate (Development)	17.93	0.06
Real Estate (General/Diversified)	18.01	0.06
Real Estate (Operations & Services)	14.98	0.07
Recreation	9.99	0.10
Reinsurance	7.28	0.14
Restaurant/Dining	16.60	0.06
Retail (Automotive)	11.63	0.09
Retail (Building Supply)	13.33	0.08
Retail (Distributors)	11.63	0.09
Retail (General)	16.63	0.06
Retail (Grocery and Food)	6.38	0.16
Retail (REITs)	17.43	0.06
Retail (Special Lines)	9.34	0.11
Rubber & Tires	7.95	0.13
Semiconductor	31.59	0.03
Semiconductor Equip	18.18	0.06
Shipbuilding & Marine	8.38	0.12
Shoe	18.95	0.05
Software (Entertainment)	17.16	0.06
Software (Internet)	19.33	0.05
Software (System & Application)	28.43	0.04
Steel	5.93	0.17
Telecom (Wireless)	9.01	0.11
Telecom. Equipment	13.98	0.07
Telecom. Services	6.18	0.16
Tobacco	10.84	0.09
Transportation	12.01	0.08
Transportation (Railroads)	14.32	0.07
Trucking	10.57	0.09
Utility (General)	11.70	0.09
Utility (Water)	16.86	0.06

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

$t - 3$, כלומר, נלקח מתוך הדוח הכספי שפורסם לציבור ב- 30.09.2023 (בדוח זה מופיע הרווח התפעולי והוצאות הפחת 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 לקבל את הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות של החברה ל- 12 החודשים האחרונים שקדמו ל- (30.09.2023).

רבים טועים לחשוב שה- WACC הוא שיעור הניכיון הראוי להיוון רווחי ה- EBITDA 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 רווחי ה- EBITDA של החברה (כי הרי על מנת לקבל את תזרימי המזומנים החופשי של בעלי הפירמה מקובל להתחיל מהרווח התפעולי לפי מס לנכות ממנו את שיעור המס הסטטוטורי הנומרטבי לטווח ארוך החל על החברה, להוסיף עליו את הוצאות הפחת ולנכות ממנו הן את היקף ההשקעה החזוי בהשקעות בהון חוזר והן את ההשקעה הנומרטבית החזויה ברכוש קבוע), הרי שה- WACC הוא שיעור הניכיון הראוי להיוון רווחי ה- EBITDA של החברה. כאן הטעות.

כל מעריך שווי תאגידים יודע שכלל שאנו יורדים במורד דו"ח הרווח וההפסד כך המכפיל של ערך השוק של הפירמה על סעיף הרווח הכולל 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 הן ממכפיל ה- EBIT של החברה (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 שבכך 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 הממוצעים הענפיים בארה"ב של פרמטרים פיננסיים שונים (מכפילי ה- EBITDA 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 לכבלי נאות את אותם פרמטרים בעבור אותו ענף בישראל.

הואיל ופעם אחת מכפילי ה- EBITDA 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 ה- EBITDA של המלומד Aswath Damodaran נגזרו מתוך מדגמים של חברות הפעילות בארה"ב בעוד שעל פי רוב החברות בישראל פועלות בעיקר בארץ הרי שנדרש להפעיל על מכפילי ה- EBITDA של המלומד Aswath Damodaran דיקסקאונט בגין הבדלי הגדלים בין חברות המדגם של המלומד לבין החברה והן דיקסקאונט 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 דמואדראן" אשר פורסם ב- 25 באפריל 2022 בכתב העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית – סטטוס, קובע האקטואר יוסי דקל כי לצורך הערכת שווייה של חברה פרטית שטיבת מכפילי ה- EBITDA יש לבצע הפחתה בשיעור שבין 40% ל- 60% על מכפילי ה- EBITDA של המלומד Aswath Damodaran.

במאמר זה אציג את יחסי ה- EV/EBITDA (קרי), מכפילי הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות) בענפי משק שונים בארה"ב ואת שיעורי הניכיון המשמשים להיוון זרמי הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (EADR - EBITDA-Adjusted Discount Rate) המתמעים הגלומים (Implied) ביחסים אלו.

היחס בין ערך השוק של הפעילות לרווח התפעולי לפני פחת והפחתות 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 הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות (רווח תפעולי והוצאות פחת המוצגים על פי כללים חשבונאיים). כאשר יחס זה גבוה מ-1, משמע שציבור המשקיעים מעריך את החברה מעבר לרווח התפעולי לפני פחת והפחתות בספרים, נתון המשקף פוטנציאל עתיד גבוה יותר לחברה לדעתם. כאשר היחס נמוך מ-1, משמע שהרווח התפעולי לפני פחת והפחתות בספרים, לדעת המשקיעים, הוא בבחינת הערכת יתר (Over-estimation) של הערך הכלכלי של הפירמה.

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

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

כאשר, $(EV)_t$ = ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה i בתקופה t . ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה i כלשהי מוגדר כסך הצברם של שווי מניותיה וכתבי האופציות שלה הרשומים למסחר בתוספת השווי המאזני של החוב הפיננסי ברוטו של החברה (יתרות חוב המוערכת הבנקאית ולגופים פיננסיים אחרים, יתרות חוב למחזיקי אגרות חוב והתחייבויות תשלום דיבידנד לבעלי המניות) ובניכוי מזומנים, שווי מזומנים ודיברט 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 מסווגן 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 הכנסים הקיימים (המוחשיים והבלתי מוחשיים כאחד) והן את פוטנציאל הרווחים הגולמיים העתידיים המשתקף בערך השוק של החברה.

$(EBITDA)_t$ = הרווח התפעולי לפני פחת והפחתות של חברה i . בתקופה t . מאחר והרווח התפעולי לפני פחת והפחתות הוא פריט תוצאתי ולא פריט 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 חודשים לשלושה חודשים (כך במשנה העוקבת; דוחות מתפרסמים החל מחדש מרץ לשנה העוקבת; דוחות רבעון ראשון מתפרסמים החל מחדש מאי של אותה שנה; דוחות רבעון שני מתפרסמים החל מחדש אוגוסט של אותה שנה; דוחות רבעון שלישי מתפרסמים החל מחדש נובמבר של אותה שנה); לכן היחס: $\left[\frac{EV_t}{EBITDA_{t-3}} \right]$ שחושב על ידי הוא; $(EV/EBITDA)_t$ כלומר, ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה i נאמד בזמן t , כלומר ב- 31.12.2023 בעוד שהרווח התפעולי לפני פחת והפחתות של חברה i נאמד בזמן