



# השוק של הפעילות לעומת הרווח התפעולי לאחר מס (Enterprise Value to EBIT(1-t)) של ענפי משק שונים בארה"ב

מערך השווי המוערך **האקטואר רועי פולניצר** מציג את מכפילי הרווח התפעולי לאחר מס (EV/EBIT(1-t)) בענפים שונים בארה"ב

ערך שוק של פעילות לרווח תפעולי לאחר מס  
 EV/EBIT(1-t) של ענפי משק שונים בארה"ב  
 ארה"ב (ינואר 2024)

שם הענף	EV/EBIT(1-t)	EBIADR (%)
Overall market	32.73	0.03
Advertising	28.62	0.03
Aerospace/Defense	33.75	0.03
Air Transport	17.57	0.06
Apparel	16.09	0.06
Auto & Truck	61.62	0.02
Auto Parts	20.12	0.05
Beverage (Alcoholic)	26.28	0.04
Beverage (Soft)	26.47	0.04
Broadcasting	12.78	0.08
Building Materials	20.62	0.05
Business & Consumer Services	30.65	0.03
Cable TV	18.04	0.06
Chemical (Basic)	17.95	0.06
Chemical (Diversified)	130.20	0.01
Chemical (Specialty)	25.01	0.04
Coal & Related Energy	4.80	0.21
Computer Services	23.44	0.02
Computers/Peripherals	30.50	0.03
Construction Supplies	18.22	0.05
Diversified	12.69	0.08
Drugs (Pharmaceutical)	33.17	0.03
Education	56.68	0.02
Electrical Equipment	44.74	0.02
Electronics (General)	29.11	0.02
Engineering/Construction	33.41	0.03
Entertainment	57.77	0.02
Environmental & Waste Services	32.07	0.03
Farming/Agriculture	13.48	0.07
Financial Svcs. (Non-bank & Insurance)	103.07	0.01
Food Processing	21.62	0.05
Food Wholesalers	23.88	0.04
Furn/Home Furnishings	19.43	0.05
Green & Renewable Energy	37.91	0.03
Healthcare Products	47.77	0.02
Healthcare Support Services	20.31	0.05
Healthcare Information and Technology	42.34	0.02
Homebuilding	10.61	0.09
Hospitals/Healthcare Facilities	16.61	0.06
Hotel/Gaming	33.94	0.03
Household Products	25.84	0.04
Information Services	25.66	0.04
Insurance (General)	21.97	0.05
Insurance (Prop/Cas.)	20.00	0.05
Investments & Asset Management	43.95	0.02
Machinery	26.04	0.04
Metals & Mining	23.62	0.04
Office Equipment & Services	22.94	0.04
Oil/Gas (Integrated)	12.11	0.08
Oil/Gas (Production and Exploration)	8.76	0.11
Oil/Gas Distribution	11.33	0.09
Oilfield Svcs/Equip.	9.05	0.11
Packaging & Container	17.74	0.06
Paper/Forest Products	14.79	0.07
Power	25.76	0.04
Precious Metals	49.75	0.02
Publishing & Newspapers	24.96	0.04
R.E.I.T.	49.29	0.02
Real Estate (Development)	44.52	0.02
Real Estate (General/Diversified)	34.86	0.03
Recreation	29.25	0.03
Reinsurance	9.27	0.11
Restaurant/Dining	37.12	0.03
Retail (Automotive)	23.53	0.04
Retail (Building Supply)	22.81	0.04
Retail (Distributors)	18.03	0.06
Retail (General)	49.41	0.02
Retail (Grocery and Food)	29.28	0.03
Retail (REITs)	36.14	0.03
Retail (Special Lines)	26.81	0.04
Rubber& Tires	29.78	0.03
Semiconductor	59.74	0.02
Semiconductor Equip	24.45	0.04
Shipbuilding & Marine	17.48	0.06
Shoe	28.75	0.03
Software (Entertainment)	26.74	0.04
Software (System & Application)	48.60	0.02
Steel	9.65	0.10
Telecom (Wireless)	31.11	0.03
Telecom. Equipment	21.41	0.05
Telecom. Services	12.69	0.08
Tobacco	14.82	0.07
Transportation	27.08	0.04
Transportation (Railroads)	24.65	0.04
Trucking	28.25	0.04
Utility (General)	22.63	0.04
Utility (Water)	29.85	0.03

הדוח הכספי שפורסם לציבור ב- 30.09.2023 (בדוח הזה מופיע הרווח התפעולי והוצאות המס של החברה) הן ל- 9 החודשים הראשונים של שנת 2023 והן לשנת 2022 כולה – כלומר משלושת האומדנים הללו ניתן לקבל את הרווח התפעולי לאחר מס החברה ל- 12 החודשים האחרונים שקדמו ל- 30.09.2023.

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

כל מעריך שווי תאגידי יודע שכל 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. לדוגמה, ברור שמכפיל ההכנסות של חברה מסוימת, עבור אותו שווי פעילות יהיה נמוך יותר ממכפיל הרווח הגולמי שלה ושיניהם 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 הניכיון 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, ושיניהם יהיו גבוהים יותר משיעור הניכיון של רווח ה- EBITDA. בהתאמה, שיעור הניכיון של רווח ה- EBITDA של אותה חברה יהיה גבוה יותר הן משיעור הניכיון של הרווח התפעולי לפני מס של החברה והן משיעור הניכיון של הרווח התפעולי לאחר מס (EBIT(1-t)) של החברה.

**הערה אינפורמטיבית: הנחת הבסיס האקסיומטית של מעריכי השווי בישראל המשתמשים במחקרי של המלומד Aswath Damodaran בדבר המומצעים הענפיים בארה"ב של פרמטרים פיננסיים שונים (מכפילי ה- EBIT(1-t) 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 ה- EBIT(1-t) 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- EBIT(1-t) של המלומד Aswath Damodaran נגזרו מתוך מדגמים של חברות הפועלות בארה"ב בעוד של פי רוב החברות בישראל פועלות בעיקר בענף של שדרש להפעיל על מכפילי ה- EBIT(1-t) של המלומד Aswath Damodaran דיסקאונט בגין הבדלי הגדלים בין חברות בגין אזור המלומד לבין החברה והן דיסקאונט בגין אזור גיאוגרפי שונה. במאמר זה של האקטואר יוסי דקל (2022) שכתרתו "בעת הערכת שווי חברה פרטית בישראל יש לבצע הפחתה בשיעור של לפחות 40% ממכפילי השווי הממוצעים של דמוזאראן" אשר פורסם ב- 25 באפריל 2022 בכתב העת לחשיבה ניהולית ואסטרטגית – סטטוס, קובע האקטואר יוסי דקל כי לצורך הערכת שווייה של חברה פרטית שישת מכפיל ה- EBIT(1-t) יש לבצע הפחתה בשיעור שבין 40% ל- 60% על מכפילי ה- EBIT(1-t) של המלומד Aswath Damodaran.

מאמר זה אציג את יחסי ה- EV/EBIT(1-t) (קרי), מכפילי הרווח התפעולי לאחר מס) בענפי משק שונים בארה"ב ואת שיעורי הניכיון המשמשים להיוון זרמי הרווח התפעולי לאחר מס (EBIT(1-t)- Adjusted Discount Rate) המשתמעים 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 הפנסקנית של החוב הפיננסי ברוטו בספרי החברה ובניכוי יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בספרי החברה), לבין הרווח התפעולי לאחר מס (רווח תפעולי המוצג פי כללים חשבונאיים). כאשר יחס זה גבוה מ-1, משמע שציבור המשקיעים מעריך את החברה מעבר לרווח התפעולי לאחר מס בפריים, נתון המשקף פוטנציאל עתיד גבוה יותר לחברה לדעתם. כאשר היחס נמוך מ-1, משמע שהרווח התפעולי לאחר מס בפריים, לדעת המשקיעים, הוא בבינת הערכת יתר (Over-estimation) של הערך הכלכלי של הפירמה.

יחסי ה- EV/EBIT(1-t) נלקחו מתוך מחקר בדבר מכפילי ה- EBIT(1-t) של המלומד Aswath Damodaran בעבור ענפים שונים בארה"ב ל- 31 בדצמבר 2023 (המחקר פורסם באתר של Damodaran ב- 5 בינואר 2024). יחסי ה- EV/EBIT(1-t) של כל חברה בכל ענף חושבו על בסיס הנוסחה הבאה:

$$Enterprise Value to EBIT(1-t) = \left( \frac{EV}{EBIT(1-t)} \right)_t$$

כאשר,  $(EV)_t$  = ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה  $i$  בתקופה  $t$ . ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה  $i$  כלשהי מוגדר כסך 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 והתחייבויות לתשלום דיבידנד לבעלי המניות) ובניכוי מזומנים, שווי מזומנים וניירות ערך סחירים). החוב הפיננסי ברוטו מוגדר כסך הצבר 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 בפריים 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 מימנית, כלכלית EV משקף את הון שווי הנכסים הקיימים (המוחשיים והבלתי מוחשיים כאחד) והן את פוטנציאל הרווחים הגלומיים העתידיים המשקף בערך השוק של החברה.

$(EBIT(1-t))_t$  = הרווח התפעולי לאחר מס של חברה  $i$  בתקופה  $t$ . מאחר והרווח התפעולי לאחר מס 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 (כך למשל דורות שנתיים מתפרסמים החל מחודש מרץ בשנה העוקבת, דורות רבעון ראשון מתפרסמים החל מחודש מאי של אותה שנה; דורות רבעון שני מתפרסמים החל מחודש אוגוסט של אותה שנה; ודורות רבעון שלישי מתפרסמים החל מחודש נובמבר של אותה שנה); לכן היחס:  $(EV/EBIT(1-t))_t$  שחושב על ידי הוא;  $\left[ \frac{EV_t}{EBIT(1-t)_t} \right]$  כלומר, ערך השוק של הפעילות העסקית של חברה  $i$  נאמד בזמן  $t$ , כלומר ב- 31.12.2023 בעוד שהרווח התפעולי לאחר מס של חברה  $i$  נאמד בזמן  $t - 1$ , כלומר, לנקח מתוך

