



מכפילי הרווח התפעולי לאחר מס [TEV/ EBIT(1-t)] הראויים עבור חברות בענפי משק שונים בישראל נכון ל- 31 בדצמבר 2024

מערך השווי המוערך **האקטואר רועי פולניצר** מציג את **מכפילי ה- EBIT(1-t)** הנורמטיביים המייצגים עבור חברות בישראל מענפים שונים נכון ל- 31.12.2024.

מכפילי הרווח התפעולי לאחר מס הראויים

לענפי משק שונים בישראל נכון ל- 31.12.2024

שם הענף	EV/EBIT(1-t)
נדל"ן (פיתוח)	32.34x
נדל"ן (תפעול ושירותים)	141.38x
נדל"ן להשקעה	45.76x
נופש	32.92x
נפט וגז (הפצה)	21.48x
נפט וגז (ייצור וחיפושים)	13.18x
נפט וגז (משולב)	15.84x
סיטונאי מזון	22.03x
עיבוד מזון	19.39x
עץ ונייר	16.56x
פחם ואנרגיה קשורה	10.36x
פיתוח מוצרים קוסמטיים	24.65x
פלדה	14.20x
פרסום	33.23x
ציוד בנייה	20.83x
ציוד ושירותים משרדיים	17.04x
ציוד חשמלי	57.05x
ציוד מוליכים למחצה	23.86x
ציוד תקשורת	33.26x
קליניקות רפואיות	19.72x
קמעונאות (REIT)	34.03x
קמעונאות (אספקה לבניה)	27.36x
קמעונאות (כללי)	43.07x
קמעונאות (מכולות ומזון)	21.43x
קמעונאות (מפצים)	20.64x
קמעונאות (קווים מיוחדים)	26.14x
קמעונאות (רכב)	27.78x
רהיטים/ריהוט לבית	20.74x
רכבים ומשאיות	118.57x
שידור	12.40x
שירותי מחשוב	26.07x
שירותי מידע	24.17x
שירותי סביבה ופסולת	31.58x
שירותי שדות גז	14.67x
שירותי תקשורת	17.09x
שירותים פיננסיים (ללא בנקים וביטוח)	98.28x
שירותים ציבוריים (כללי)	25.68x
שירותים ציבוריים (מים)	26.93x
תובלה אווירית	23.83x
תוכנה (אינטרנט)	NA
תוכנה (בידור)	26.46x
תוכנה (מערכת ואפליקציה)	46.37x
תחבורה (מסילות רכבת)	21.35x
תחנות כוח	24.84x
תעופה וחלל/הגנה	35.54x

המקור: Damodaran.

כאומד למכפילי ה- EBIT(1-t) של כל ענף בישראל בחתרי את היחס EV/EBIT(1-t) הממוצע הענפי נכון ל- 31.12.2024 מתוך מחקרו של פרופ' Aswath Damodaran מאוניברסיטת NYU שכותרתו Enterprise Value/EBIT & Enterprise Value/EBITDA Multiples by Industry שונים בארה"ב אשר פורסם ב- 9 בינואר 2025 באתר Damodaran Online. לעניות דעתי **מכפילי ה- EBIT(1-t)** הנקובים במחקרו של המלומד יכולים לשמש כ**מכפילי EBIT(1-t)** נורמטיביים מייצגים עבור חברות בישראל מענפים שונים נכון ל- 31.12.2024, לצורך ביצוע הערכות שווי חברה במודל **מכפילי ה- EBIT(1-t)**.

מכפילי הרווח התפעולי לאחר מס הראויים

לענפי משק שונים בישראל נכון ל- 31.12.2024

שם הענף	EV/EBIT(1-t)
כלל השוק	35.39x
אלקטרוניקה (כללי)	36.11x
אלקטרוניקה (לצרכן ולמשרד)	NA
אנרגיה ירוקה ותמתחדשת	32.14x
אריזה ומכלים	19.03x
בידור	60.65x
ביטוח	22.64x
ביטוח אלמנטרי	13.79x
ביטוח חיים	19.08x
ביטוח משנה	14.51x
בניה למגורים	10.38x
בניית ספינות	14.54x
בנקאות	NA
ברוקראז' ובנקאות השקעות	NA
בתי חולים/מוסדות בריאות	15.45x
גומי וצמיגים	14.15x
הובלה אווירית	27.71x
הובלות	33.80x
הוצאה לאור ועיתונות	26.39x
הלבשה	16.89x
הנדסה/בינוי	32.59x
הנעלה	22.19x
השכלה	40.22x
השמה/כח אדם	31.55x
השקעות וניהול נכסים	51.50x
חברות החזקה	10.91x
חומרי בניין	22.72x
חלקי חילוף לרכב	18.48x
חקלאות	20.70x
טבק	17.19x
טלוויזיה בכבלים	16.14x
כימיה (בסיסי)	19.73x
כימיה (מגוון)	22.26x
כימיה (מומחיות)	27.55x
מוליכים למחצה	57.90x
מוצרי בריאות	40.27x
מחשבים/ציוד היקפי	38.04x
מידע וטכנולוגיה בתחום הבריאות	45.29x
מכוונות	25.54x
מלונאות/משחקים	33.53x
מסעדות	40.68x
משקאות אלכוהוליים	17.68x
משקאות קלים	24.77x
מתכות וכרייה	19.43x
מתכות יקרות	18.52x
נדל"ן (כללי/מגוון)	42.63x

המקור: Damodaran.

במאמר זה אציג את **מכפילי ה- EBIT(1-t)** (הנקראים גם **מכפילי שווי הפעילות לרווח התפעולי לאחר מס**) הראויים עבור חברות בענפי משק שונים בישראל נכון ל- 31.12.2024, לצורך הערכת שווי החברה באמצעות מודל **מכפיל ה- EBIT(1-t)**. חשוב להבין שבעוד ש**מכפילי ה- EBIT(1-t)** מספק אומדן לשווי הפעילות (השווי התפעולי, Enterprise Value) של החברה על בסיס רווח ה- EBIT(1-t) שלה וחלילה לא מספק, אומדן לשווי ההון העצמי (שווי האקוויטי, Market Value) של החברה על בסיס רווח ה- EBIT שלה. לשם יישום מודל **מכפילי ה- EBIT(1-t)**, אשר את פרטיו ניתן לראות בספר שפירסמתי השנה "המדריך למערכי שווי תאגידים" עם יוסי דקל, נדרש אומדן **רווח EBIT(1-t) שנתי** יציג ואומדן **מכפיל EBIT(1-t)** ראוי לשם קבלת שווי הפעילות העסקית (השווי התפעולי, Enterprise Value).



מכפילי ה- EBIT(1-t) (EV to net ebit Multiple)

אחד היחסים הפיננסיים הנפוצים בין מערכי שווי תאגידים הוא **מכפילי ה- EBIT(1-t) / EBIT(1-t) (TEV/Total)**, המבטא את היחס שבין שווי השוק של פעילות החברה (TEV-Total) ל**Enterprise Value**, המורכב משווי השוק של ההון העצמי של החברה בבורסה בתוספת עלותו הפנקסית של החוב הפיננסי ברוטו בספרי החברה ובניכוי ערכם הפנקסני של יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בספרי החברה, לבין הרווח התפעולי לאחר מס שהחברה הרוויחה ב- 12 החודשים האחרונים **EBIT(1-t)**.

שווי השוק של פעילות החברה
הרווח התפעולי הנקי של החברה ב- 12 החודשים האחרונים
מכפילי ה- EBIT(1-t) =

מכפילי ה- EBIT(1-t) הוא יחס הפוך ליחס הבדוק את הרווח התפעולי לאחר מס שהחברה הרוויחה ב- 12 החודשים האחרונים ביחס לשווי השוק של פעילות החברה. אם למשל, הרווח התפעולי לאחר מס שהחברה ייצרה ב- 12 החודשים האחרונים הוא 3 מיליון ש"ח ושווי השוק של פעילות החברה הוא 100 מיליון ש"ח, הרי ששיעור התשואה הנדרש על הרווח התפעולי לאחר מס של החברה הוא 3.0% לשנה (זהו שיעור ההיוון הראוי לרווח התפעולי לאחר מס של החברה) (זהו המספר שהכי קרוב למחיר ההון המשוקלל של החברה WACC תחת הנחה שיעור ההשקעות הנורמטיבי החזוי ברכוש קבוע מסך ההכנסות זהה לשיעור הוצאות הפחת וכי היקף ההשקעה החזוי בהשקעות בהון חוזר כאחוז מסך ההכנסות אינו מהותי). **מכפילי ה- EBIT(1-t)** במקרה זה הוא 33.33. **מכפילי ה- EBIT(1-t)** שונה מענף לענף, ולכן כדאי לבחון את המכפיל של החברה הבודדת ביחס לממוצע הענפי. בתקופות של גאות בבורסה מחיר המניות עולה מעלה מעלה וכתוצאה מכך **מכפילי ה- EBIT(1-t)** הם גבוהים יחסית. בתקופות שפל **מכפילי ה- EBIT(1-t)** יורדים. **מכפילי ה- EBIT(1-t)** גבוה משקף ציפיות של המשקיעים כי הרווחים התפעוליים לאחר מס בעתיד יהיו גבוהים יותר מהרווחים התפעוליים לאחר מס שהוצגו בדו"חות הכספיים האחרונים. מכאן שכאשר **מכפילי ה- EBIT(1-t)** גדל משנה לשנה, מעל ומעבר לגידול הממוצע בענף בו החברה פועלת, הרי שיש בכך משום איתות ברור של המשקיעים כי הם צופים בעתיד לרווחים התפעוליים לאחר מס גבוהים יותר ולכן הם מוכנים לשלם יותר עבור החברה. לעיתים הגידול **במכפילי ה- EBIT(1-t)** מרמז על מאבקי שליטה, במסגרתם הנאבקים על השליטה מוכנים לשלם מחירים גבוהים יותר עבור החברה. ירידה **במכפילי ה- EBIT(1-t)** משנה לשנה, מעבר למגמה הממוצעת בענף, יש בה משום איתות ברור כי המשקיעים מצפים לירידה ברווחים התפעוליים לאחר מס בעתיד. יחד עם זאת יש לזכור כי כאשר כל הבורסה בגאות, **מכפילי ה- EBIT(1-t)** של כל החברות עולים מעלה מעלה לרוב ללא קשר עם הרווחים התפעוליים לאחר מס של החברות, ולהפך.

אומדנים אמפיריים

הנתח הבסיס האקסיומטי של מערכי שווי תאגידים בישראל העושים שימוש ב**ממוצעים הענפיים בארה"ב עבור פרמטר פיננסי מסוים (מכפילי ה- EBIT(1-t) במקרה דנן שלפנינו)**, הנקובים במחקרו של Damodaran, היא שהענף בישראל שאליזו משתייכת החברה המוערכת מתנהג בדומה לענף המכפיל בארה"ב, ועל כן הממוצע הענפי הנקוב במחקרו של Damodaran בעבור ענף מסוים בארה"ב מונח ע"י מערכי שווי תאגידים בישראל כאומדן סביר המשקף באופן כלכלי נאות את הממוצע הענפי של הענף המכפיל בישראל.

האקטואר רועי פולניצר הוא מייסד ויו"ר לשכת מערכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) ואוטוריטה מקצועית ידועה ומוכרת בישראל בתחומים של הערכות שווי והאקטואריה, מומחה לאקטואריה, בר-סמך בהערכות שווי ובעל מקצוע מוערך בתחומים הללו אשר על סמך משקלו הסגולי בתחומים הללו (כמי שפרסם 1,000 מאמרים מקצועיים בתחומים הללו וביצע אלפי הערכות שווי בתחומים הללו) הקים איגוד מקצועי מוכר ובעל מוניטין הפועל בתחומים אלו. בתור בר-סמך בהערכות שווי, רועי קיבל מסגן רוה"מ ומשר המשפטים, בהסכמת המשנה לנשיאת ביהמ"ש העליון מינוי לכהן כחבר בוועדה לבחירת מערכי שווי מטעם בתי המשפט בישראל.