

מכפילי ההון העצמי (Market Cap/ Book Value) הראויים עבור חברות בענפי משק שונים בישראל נכון ל- 31 בדצמבר 2024



מערך השווי המוערך **האקטואר רועי פולניצר** מציג את **מכפילי ההון העצמי** הנורמטיביים עבור חברות בישראל מענפים שונים נכון ל- 31.12.2024.

מכפילי ההון העצמי הראויים לענפי משק שונים

בישראל נכון ל- 31.12.2024

שם הענף	PBV
נדליין (פיתוח)	1.14x
נדליין (תפעול ושירותים)	2.85x
נדליין להשקעה	2.01x
נופש	3.10x
נפט וגז (הפצה)	3.21x
נפט וגז (ייצור וחיפושים)	1.74x
נפט וגז (משולב)	1.66x
סיטונאי מזון	4.51x
עיבוד מזון	2.18x
עץ ונייר	3.57x
פחם ואנרגיה קשורה	1.65x
פיתוח מוצרים קוסמטיים	7.33x
פלדה	1.42x
פרסום	6.98x
ציוד בנייה	4.39x
ציוד ושירותים משרדיים	2.86x
ציוד חשמלי	4.07x
ציוד מוליכים למחצה	6.97x
ציוד תקשורת	6.91x
קליניקות רפואיות	2.89x
קמעונאות (REIT)	2.02x
קמעונאות (אספקה לבניה)	NA
קמעונאות (כלכלי)	8.43x
קמעונאות (מכולות ומזון)	3.50x
קמעונאות (מפיצים)	4.30x
קמעונאות (קווים מיוחדים)	5.87x
קמעונאות (רכב)	7.78x
רהיטים/רהיטות לבית	2.37x
רכבים ומשאיות	6.85x
שידור	1.02x
שירותי מחשוב	4.55x
שירותי מידע	3.73x
שירותי סביבה ופסולת	6.65x
שירותי שדות גז	1.75x
שירותי תקשורת	1.62x
שירותים פיננסיים (ללא בנקים וביטוח)	3.80x
שירותים ציבוריים (כלכלי)	1.82x
שירותים ציבוריים (מים)	2.05x
תובלה אווירית	2.94x
תוכנה (אינטרנט)	8.72x
תוכנה (בידור)	7.71x
תוכנה (מערכת ואפליקציה)	10.73x
תחבורה (מסילות רכבת)	5.79x
תחנות כוח	2.07x
תעופה וחלל/הגנה	6.83x

המקור: Damodaran.

כאומד למכפילי ההון העצמי של כל ענף בישראל בחרתי את היחס **PBV** הממוצע הענפי נכון ל- 31.12.2024 מתוך מחקרו של פרופ' Aswath Damodaran מאוניברסיטת NYU שכותרתו **Price and Enterprise Value to Book Ratios by Industry** and **ROE** עבור ענפי משק שונים בארה"ב אשר פורסם ב- 9 בינואר 2025 באתר Damodaran Online.

לעניות דעתי **מכפילי ההון העצמי** הנקובים במחקרו של המלומד יכולים לשמש כ**מכפילי ההון העצמי** נורמטיביים מייצגים עבור חברות בישראל מענפים שונים נכון ל- 31.12.2024, לצורך ביצוע הערכות שווי חברה במודל **מכפילי ההון העצמי**.

מכפילי ההון העצמי הראויים לענפי משק שונים

בישראל נכון ל- 31.12.2024

שם הענף	PBV
כלל השוק	4.31x
אלקטרוניקה (כלכלי)	3.75x
אלקטרוניקה (לצרכן ולמשרד)	2.22x
אנרגיה ירוקה ומתחדשת	0.76x
אריזה ומיכלים	2.85x
בידור	4.07x
ביטוח	3.09x
ביטוח אלמנטרי	2.33x
ביטוח חיים	1.53x
ביטוח משנה	1.25x
בניה למגורים	1.75x
בניית ספינות	1.61x
בנקאות	1.13x
ברוקראז' ובנקאות השקעות	2.11x
בתי חולים/מוסדות בריאות	4.28x
גומי וצמיגים	0.53x
הובלה אווירית	4.89x
חובלות	3.23x
הוצאה לאור ועיתונות	2.26x
הלבשה	3.14x
הנדסה/בינוי	4.81x
הנעלה	6.74x
השכלה	3.36x
השמה/כח אדם	5.94x
השקעות וניהול נכסים	2.53x
חברות החזקה	1.81x
חומרי בניין	4.27x
חלקי חילוף לרכב	1.65x
חקלאות	2.50x
טבק	0.00x
טלוויזיה כבלים	1.51x
כימיה (בסיסי)	1.61x
כימיה (מגוון)	1.38x
כימיה (מומחית)	2.57x
מוליכים למחצה	11.12x
מוצרי בריאות	4.76x
מחשבים/ציוד היקפי	38.96x
מידע וטכנולוגיה בתחום הבריאות	3.93x
מכונות	4.27x
מלונאות/משחקים	14.59x
מסעדות	5.06x
משקאות אלכוהוליים	2.70x
משקאות קלים	7.48x
מתכות וכרייה	3.12x
מתכות יקרות	1.61x
נדליין (כלכלי/מגוון)	0.95x

המקור: Damodaran.

במאמר זה אציג את **מכפילי ההון העצמי** (הנקראים גם **מכפילי שווי הון עצמי לערך בספרים של ההון העצמי**) הראויים עבור חברות בענפי משק שונים בישראל נכון ל- 31.12.2024, לצורך הערכת שווי החברה באמצעות מודל **מכפילי ההון העצמי**. אעיר כי לשם יישום מודל **מכפילי ההון העצמי**, אשר את פרטיו ניתן לראות בספר שפירסמתי השנה "המדריך למערכי שווי תאגידים" עם יוסי דקל, נדרש אומדן **הון עצמי** יציג ואומדן **מכפילי הון עצמי** ראוי לשם קבלת שווי הון העצמי של חברה (שווי האקוויטי, שווי החברה, MV - Market Value).



מכפילי ההון העצמי (Price to book ratio - Multiple) אחד היחסים הפיננסיים הנפוצים בין מערכי שווי תאגידים הוא **מכפילי ההון העצמי (Market Cap/ Book Value)**, המבטא את היחס שבין שווי השוק של ההון העצמי של החברה בבורסה (Market Capitalization), מכפלת מחיר מניית החברה במספר המניות שהונפקו על ידי החברה, לבין הערך בספרים של ההון העצמי (שמבטא בתורו את השווי הנכסי של החברה, דהיינו את שווי הנכסים מינוס ההתחייבויות (Book Value)).

מכפילי ההון העצמי = שווי השוק של ההון העצמי של החברה / הערך בספרים של ההון העצמי של החברה

מכפילי ההון העצמי הוא יחס הפך ליחס הבודק את הערך בספרים של ההון העצמי של החברה ביחס לשווי השוק של ההון העצמי שלה בבורסה. אם למשל, הערך בספרים של ההון העצמי של החברה הוא 20 מיליון ש"ח ושווי השוק של ההון העצמי שלה בבורסה הוא 80 מיליון ש"ח, הרי ששיעור התשואה הנדרש על ההון העצמי החברה הוא 25% לשנה (זהו למעשה מחיר ההון העצמי שלה CAPM). **מכפילי ההון העצמי** במקרה זה הוא 4 – דהיינו שווי השוק של ההון העצמי של החברה בבורסה הוא פי-4 מהערך בספרים של ההון העצמי החברה. **מכפילי ההון העצמי** מצביע על מידת ההתאמה שבין שווי השוק של הון מניות החברה לדעת המשקיעים (שווי כלכלי – Net Worth) לבין ערך הונה העצמי בספרים (הון עצמי המוצג על פי כללים חשבונאיים). כאשר **מכפילי ההון העצמי** גבוה מ-1, משמע שציבור המשקיעים מעריך את החברה מעבר לערך הונה העצמי בספרים, נתון המשקף פוטנציאל עתידי גבוה יותר הטמון בה לדעתם. כאשר **מכפילי ההון העצמי** נמוך מ-1 משמע שהערך בספרים של ההון העצמי, לדעת המשקיעים, הוא בבחינת הערכת יתר (Over-estimation) של השווי הכלכלי של ההון העצמי של החברה. **מכפילי ההון העצמי** שונה מענף לענף, ולכן כדאי לבחון את המכפיל של החברה הבודדת ביחס למומוצע הענפי. בתקופות של גאות בבורסה מחיר המניות עולה מעלה מעלה וכתוצאה מכך **מכפילי ההון העצמי** הם גבוהים יחסית. בתקופות של **מכפילי ההון העצמי** יורדים. **מכפילי ההון העצמי** גבוה משקף ציפיות של המשקיעים כי הרווחים בעתיד יהיו גבוהים מסך הרווחים שהוצגו בדו"חות הכספיים האחרונים. מכאן שכאשר **מכפילי ההון העצמי** גדל משנה לשנה, מעל ומעבר לגידול הממוצע בענף בו החברה פועלת, הרי שיש בכך משום איתות ברור של המשקיעים כי הם צופים בעתיד לרווחים גבוהים יותר ולכן הם מוכנים לשלם יותר עבור החברה. לעיתים הגידול **במכפילי ההון העצמי** מרמז על מאבק שליטה, במסגרתם הנאבקים על השליטה מוכנים לשלם מחירים גבוהים יותר עבור השליטה. ירידה **במכפילי ההון העצמי** משנה לשנה, מעבר למגמה הממוצעת בענף, יש בה משום איתות ברור כי המשקיעים מצפים לירידה ברווחים בעתיד. יחד עם זאת יש לזכור כי כאשר כל הבורסה בגיאות, **מכפילי ההון העצמי** של כל החברות עולים מעלה מעלה לרוב ללא כל קשר עם ההכנסות של החברות, ולהיפך.

הנחת הבסיס האקסיומטית של מערכי שווי תאגידים בישראל העושים שימוש בממוצעים הענפיים בארה"ב עבור פרמטר פיננסי מסוים (מכפילי ההון העצמי) במקרה דנן שלפנינו, הנקובים במחקריו של Damodaran, היא שהענף בישראל שאליו משתייכת החברה המוערכת מתנהג בדומה לענף המקביל בארה"ב, ועל כן הממוצע הענפי הנקוב במחקר של Damodaran בעבור ענף מסוים בארה"ב מונה ע"י מערכי שווי תאגידים בישראל כאומדן סביר המשקף באופן כלכלי נאות את הממוצע הענפי של הענף המקביל בישראל.

האקטואר רועי פולניצר הוא מייסד ויו"ר לשכת מערכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA) ואוטוריטה מקצועית ידועה ומוכרת בישראל בתחומים של הערכות השווי 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 רה"מ ומשר המשפטים, בהסכמת המשנה לנשיאת ביהמ"ש העליון, מינוי להנהל כחבר בוועדה לבחירת מערכי שווי (כלכלנים) מטעם בתי המשפט בישראל וקיבל מהנהלת בתי המשפט מינוי לתפקיד מומחה בהערכות שווי (כלכלה) מטעם בתי המשפט בישראל.