



מכפילי ההכנסות (TEV/ Revenue) הראויים עבור חברות בענפי משק שונים בישראל נכון ל- 31 בדצמבר 2024

מערך השווי המוערך [האקטואר רועי פולניצר](#) מציג את **מכפילי ההכנסות** הנורמטיביים המייצגים עבור חברות בישראל מענפים שונים נכון ל- 31.12.2024.

מכפילי ההכנסות הראויים לענפי משק שונים

בישראל נכון ל- 31.12.2024

שם הענף	EV/Sales
נדל"ן (פיתוח)	3.96x
נדל"ן (תפעול ושירותים)	1.53x
נדל"ן להשקעה	10.83x
נופש	1.99x
נפט וגז (הפצה)	4.98x
נפט וגז (ייצור וחפושים)	3.08x
נפט וגז (משולב)	1.52x
סיטונאי מזון	0.44x
עיבוד מזון	1.79x
עץ ונייר	1.23x
פחם ואנרגיה קשורה	1.57x
פיתוח מוצרים קוסמטיים	3.53x
פלדה	0.89x
פרסום	2.75x
ציוד בנייה	2.46x
ציוד ושירותים משרדיים	1.20x
ציוד חשמלי	3.31x
ציוד מוליכים למחצה	5.07x
ציוד תקשורת	5.48x
קליניקות רפואיות	0.53x
קמעונאות (REIT)	12.22x
קמעונאות (אספקה לבניה)	2.52x
קמעונאות (כללי)	2.05x
קמעונאות (מכולות ומזון)	0.49x
קמעונאות (מפיעים)	1.81x
קמעונאות (קווים מיוחדים)	1.07x
קמעונאות (רכב)	1.22x
רהיטים/רהיטות לבית	1.18x
רכבים ומשאיות	3.47x
שירות	1.29x
שירותי מחשב	1.38x
שירותי מידע	2.27x
שירותי סביבה ופסולת	3.68x
שירותי שדות גז	0.61x
שירותי תקשורת	2.56x
שירותים פיננסיים (ללא בנקים וביטוח)	19.30x
שירותים ציבוריים (כללי)	5.24x
שירותים ציבוריים (מים)	7.51x
תובלה אווירית	1.02x
תוכנה (אינטרנט)	7.59x
תוכנה (בידור)	7.35x
תוכנה (מערכת ואפליקציה)	11.54x
תחבורה (מסילות רכבת)	6.28x
תחנות כוח	4.33x
תעופה וחלל/הגנה	2.60x

המקור: Damodaran.

כאומד למכפילי ההכנסות של כל ענף בישראל בחרתי את היחס $EV/Sales$ הממוצע הענפי נכון ל- 31.12.2024 מתוך מחקרו של פרופ' Aswath Damodaran מאוניברסיטת NYU שכותרתו $Price and Enterprise Value to Sales Ratios and Margins by Industry$ בארה"ב אשר פורסם ב- 9 בינואר 2025 באתר Damodaran Online.

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

מכפילי הכנסות הראויים לענפי משק שונים

בישראל נכון ל- 31.12.2024

שם הענף	EV/Sales
כלל השוק	3.65x
אלקטרוניקה (כללי)	2.46x
אלקטרוניקה (לצרכן ולמשרד)	0.72x
אנרגיה ירוקה ומתחדשת	6.38x
ארזיה ומיכלים	1.54x
בידור	3.90x
ביטוח	3.11x
ביטוח אלמנטרי	1.51x
ביטוח חיים	1.24x
ביטוח משנה	0.64x
בניה למגורים	1.24x
בניית ספינות	1.75x
בנקאות	NA
בורקראי ובנקאות השקעות	NA
בתי חולים/מוסדות בריאות	1.48x
גומי וצמיגים	0.62x
הובלה אווירית	1.58x
הובלות	1.85x
הוצאה לאור ועיתונות	1.59x
הלבשה	1.41x
הנדסה/בינוי	1.41x
הנעלה	2.40x
השכלה	2.49x
השמה/כח אדם	2.93x
השקעות וניהול נכסים	6.01x
חברות החוקה	2.91x
חומרי בניין	2.33x
חלקי חילוף לרכב	0.75x
חקלאות	1.18x
טבק	5.54x
טלוויזיה בכבלים	2.27x
כימיה (בסיסי)	1.03x
כימיה (מגוון)	1.00x
כימיה (מומחיות)	2.77x
מוליכים למחצה	14.65x
מוצרי בריאות	5.20x
מחשבים/ציוד היקפי	6.68x
מידע וטכנולוגיה בתחום הבריאות	5.31x
מכונות	3.23x
מלונאות/משחקים	4.28x
מסעדות	4.47x
משקאות אלכוהוליים	3.30x
משקאות קלים	4.00x
מתכות וכרייה	2.89x
מתכות יקרות	3.06x
נדל"ן (כללי/מגוון)	4.10x

המקור: Damodaran.

במאמר זה אציג את **מכפילי ההכנסות** (הנקראים גם **מכפילי שווי הפעילות לסך ההכנסות**) הראויים עבור חברות בענפי משק שונים בישראל נכון ל- 31.12.2024, לצורך הערכת שווי החברה באמצעות מודל **מכפילי ההכנסות**. חשוב להבין שבעוד שמכפילי ההכנסות מספק אומדן לשווי הפעילות (השווי התפעולי, Enterprise Value) של החברה על בסיס סך ההכנסות, מכפיל המכירות מספק אומדן לשווי ההון העצמי (שווי האקוויטי, Market Value) של החברה על בסיס סך הכנסותיה (כמובן שאין הבדל בין כאן בין מכירות להכנסות, אלו מילים נרדפות). לשם יישום מודל **מכפילי ההכנסות**, אשר את פרטיו ניתן לראות בספר שפירסמתי השנה "המדריך למערכי שווי תאגידים" עם יוסי דקל, נדרש אומדן **הכנסות שנתיות** יציג ואומדן **מכפיל הכנסות** ראוי לשם קבלת שווי הפעילות העסקית (השווי התפעולי, שווי הפעילות, EV - Enterprise Value).



מכפילי ההכנסות (EV to sales ratio - Multiple)

אחד היחסים הפיננסיים הנפוצים בין מערכי שווי תאגידים הוא **מכפילי ההכנסות (TEV/Revenue)**, המבטא את היחס שבין שווי השוק של פעילות החברה (TEV - Total Enterprise Value), המורכב משווי השוק של ההון העצמי של החברה בבורסה בתוספת עלותו הפנקסני של החוב הפיננסי ברוטו בספרי החברה ובניכוי ערכם הפנקסני של יתרות מזומן, שווי מזומן והשקעות נזילות בספרי החברה, לבין סך ההכנסות שהחברה ייצרה ב- 12 החודשים האחרונים (LTM Total Revenue).

מכפילי ההכנסות = שווי השוק של פעילות החברה / סך הכנסות החברה ב- 12 החודשים האחרונים

מכפילי ההכנסות הוא יחס הפוך ליחס הבדוק את סך ההכנסות שהחברה ייצרה ב- 12 החודשים האחרונים ביחס לשווי השוק של פעילות החברה. אם למשל, סך ההכנסות שהחברה ייצרה ב- 12 החודשים האחרונים הן 20 מיליון ש"ח ושווי השוק של פעילות החברה הוא 70 מיליון ש"ח, הרי שיעור התשוואה הנדרש על הכנסות החברה הוא 29% לשנה (זהו שיעור ההיוון הראוי להכנסות החברה להבדיל ממחיר ההון המשוקלל שלה WACC או ממחיר ההון העצמי שלה CAPM). **מכפילי ההכנסות** במקרה זה הוא 3.5. **מכפילי ההכנסות** 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 ההכנסות** הם גבוהים יחסית. בתקופות שלפל **מכפילי ההכנסות** יורדים. **מכפילי ההכנסות** גבוה משקף ציפיות של המשקיעים כי ההכנסות בעתיד יהיו גבוהות יותר מסך ההכנסות שהוצגו בדו"חות הכספיים האחרונים. מכאן שכאשר **מכפילי ההכנסות** גדל משנה לשנה, מעל ומעבר לגידול הממוצע בענף בו החברה פועלת, הרי שיש בכך משום איתות ברור של המשקיעים כי הם צופים בעתיד לסך הכנסות גבוהות יותר ולכן הם מוכנים לשלם יותר עבור החברה. לעיתים הגידול ב**מכפילי ההכנסות** מרמז על מאבקי שליטה, במסגרתם הנאבקים על השליטה מוכנים לשלם מחירים גבוהים יותר עבור השליטה. ירידה ב**מכפילי ההכנסות** משנה לשנה, מעבר למגמה הממוצעת בענף, יש בה משום איתות ברור כי המשקיעים מצפים לירידה בסך ההכנסות בעתיד. יחד עם זאת יש לזכור כי כאשר כל הבורסה בגיאיות, **מכפילי ההכנסות** של כל החברות עולים מעלה מעלה לרוב ללא כל קשר עם ההכנסות של החברות. כאשר כל הבורסה בשפל **מכפילי ההכנסות** של כל החברות יורדים – גם כן ללא כל קשר עם מצבן של החברות.

אומדנים אמפיריים

הנחת הבסיס האקסיומטית של מערכי שווי תאגידים בישראל העושים שימוש בממוצעים הענפיים בארה"ב עבור פרמטר פיננסי מסוים (**מכפילי ההכנסות** במקרה דנן שלפנינו), הנקובים במחקרו של Damodaran, היא שהענף בישראל שאליו משתייכת החברה המוערכת מתנהג בדומה לענף המקביל בארה"ב, ועל כן הממוצע הענפי הנקוב במחקרו של Damodaran עבור ענף מסוים בארה"ב מונח 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 שווי והאקטואריה, מומחה לאקטואריה, בר-סמכא 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-סמכא בהערכות שווי, רועי קיבל מסגן רוה"מ ומשר המשפטים, בהסמכת המשנה לנשיאת ביהמ"ש העליון מינוי לכהן כחבר בוועדה לבחירת מערכי שווי מטעם בתי המשפט בישראל.