



# קביעת שווי לסוכנות ביטוח – מתודולוגיית הערכת השווי / מאמר מס' 5 בסדרה

מאת: רועי פולניצר

במאמר זה אנו ממשיכים את הדיון שלנו באופן קביעת שווייה של סוכנות ביטוח. במאמר האחרון דנו במרבית גורמי הסיכון האינהרטיים הטיפוסיים הקשורים בהערכת שווי סוכנות ביטוח אלמנטר.

במאמר זה, נסקור בקצרה את שתי המתודולוגיות היותר נפוצות בעת קביעת שווי השוק ההוגן של סוכנות ביטוח. בנוסף, נדון בשיטה פשוטה של מכפיל תזרים המזומנים לפני מס המשמשת לקביעת שווייה של סוכנות, המשמשת ככלל אצבע מדויק יותר מאשר השיטה הישנה של "מכפיל 1.5 על ההכנסות מעמלות", המקובלת בקרב בעלי סוכנויות ביטוח וחלק מהיועצים. במאמר הבא, נסכם את סדרת המאמרים הזו באמצעות דיון בהתאמות שאותם יש לבצע על המאזן של הסוכנות וכן בקביעת השווי המוחשי של הסוכנות. בנוסף, נסיים את הערכת השווי של סוכנות הביטוח הדימוינית שלנו "כהן סוכנות לביטוח" שבה דנו לאורך כל סדרת המאמרים.

## גישות מקובלות להערכת שווי סוכנות

נתאר בקצרה את שתי הגישות היותר נפוצות להערכת שווי סוכנות ביטוח. באופן כללי, קיימות שלוש גישות בסיסיות ושיטות משתנות שונות להערכת שווי עסקים שונים. גישות ושיטות הערכת שווי אלו כוללות:

- גישת ההכנסות** – דרך כללית לקביעת שווי של עסק תוך שימוש באחת או יותר מהשיטות הבאות אשר ממירה/ות הטבות כלכליות חזויות לסכום נוכחי בודד: (1) שיטת היוון הרווחים; (2) שיטת נכיון תזרימי המזומנים.
- גישת השוק** – דרך כללית לקביעת שווי של עסק תוך שימוש באחת או יותר מהשיטות הבאות אשר משווה/ת את העסק המוערך לעסקים דומים שנמכרו: (1) שיטת השוואה לעסקאות שנעשו בחברות דומות; (2) שיטת השוואה לחברות נסחרות דומות.
- גישת הנכס** – דרך כללית לקביעת שווי של עסק תוך שימוש באחת או יותר מהשיטות הבאות אשר על השווי של מבוססת/ות על השווי של הנכסים לאחר ניכוי ההתחייבויות: (1) שיטת השווי הנכסי הנקי המתואם; (2) שיטת השווי בפירוק.



## גישת הנכס

גישת הנכס כוללת בחובה שיטות מיוחדות שעל פי רוב אין להם שימוש בעת קביעת שווי השוק ההוגן של "עסק חיי" למתן שירותים, כגון סוכנות ביטוח אלמנטר. גישת הנכס ראויה ביותר לשימוש כאשר מעריכים שווי של עסק בעל כמות ניכרת של נכסים מוחשיים, כמו למשל חברת אחזקות. הנכס המשמעותי ביותר של סוכנות הביטוח הוא רשימת הלקוחות, אשר באופיו הינו נכס בלתי מוחשי, וככזה הגישה הראויה ביותר להערכת שווי הינה גישת ההכנסות.

שתי הגישות האחרות, גישת השוק וגישת ההכנסות, הינן המתודולוגיות הנפוצות והראויות ביותר להערכת שווי סוכנות ביטוח.

## גישת השוק

גישת השוק משמשת לרוב בעת הערכת שווי של עסקים בינוניים עד גדולים או לחילופין כאשר מטרת הערכת השווי הינה למטרות מס, כמו למשל תוכניות הקצאת אופציות לעובדים (ESOPs). על פי החלטה מקדמית 59-60 של ה- IRS (רשות המיסים האמריקאית), לצורכי מס יש לבצע הערכת שווי בלתי תלויה. החלטה זו קובעת שבעת קביעת שווי שוק הוגן לעסק המצוי בבעלות פרטית יש לשקול את השימוש בשיטת ההשוואה לחברות נסחרות הדומות במאפייניהן לפעילות העסק המוערך, ככל שהדבר אפשרי.

ביצוע הערכת שווי באמצעות גישת ההשוואה לשוק כרוכה בבחירת מספר סוכנויות ביטוח ציבוריות הנסחרות בבורסות בחו"ל. שווי השוק של כל חברת השוואה (קרי, מכפלת מחיר המניה שלה במספר המניות הנפרעות שלה), הנקבע בבורסה נכון למועד ההערכת השווי, מחולק בזרם רווחים כזה או אחר. לדוגמא, מקובל להשתמש ביחס שבין שווי סך ההון המושקע (TIC- Total Invested Capital) לבין ההכנסות ב- 12 החודשים האחרונים (המכונה מכפיל ההכנסות) או ביחס שבין שווי סך ההון המושקע לבין תזרים המזומנים לפני מס או ה- EBITDA (רווח לפני ריבית, מסים, פחת והפחתות). שווי סך ההון המושקע מחושב על ידי סך הצברם של שווי ההון העצמי (מספר המניות הנפרעות של החברה מוכפל במחיר למניה) והחוב הפיננסי, נטו (כולל: יתרות חוב לתאגידים בנקאיים ולמוסדות פיננסיים אחרים, בניכוי מזומנים ושווי מזומנים והשקעות פיננסיות נזילות) נכון למועד הערכת השווי

טבלה 1, מציגה את החישוב של שווי סך ההון המושקע להכנסות ול- EBITDA עבור קבוצת מדגם של ארבע סוכנויות ביטוח שמניותיהן נסחרות בבורסות שונות בחו"ל (קרי, ציבוריות). בחרנו מועד להערכת שווי, יום ה- 30 ביוני 2018. מכפיל ה- EBITDA החציוני נאמד בכ- 13.56 נכון ליום ה- 30 ביוני 2018. מכפיל ההכנסות החציוני נאמד בכ- 2.69 נכון ליום ה- 30 ביוני 2018.



סך ההון המושקע***	שווי חוב, נטו**	שווי הון עצמי*	טיקר	חברה
14,474	2,575	11,899	AJG	Arthur J Gallagher & Co
8,053	392	7,660	BRO	Brown & Brown Inc
967	-56	1,023	CRVL	CorVel Corp
46,749	5,159	41,590	MMC	Marsh & McLennan Companies Inc

\*שווי הון עצמי = מחיר מניה כפול מספר מניות נפרעות נכון ל- 30/6/2018  
 \*\*שווי חוב, נטו = חוב פיננסי ברוטו בניכוי מזומנים ושווי מזומנים נכון ל- 30/6/2018  
 \*\*\*סך ההון המושקע = שווי הון עצמי בתוספת שווי חוב, נטו נכון ל- 30/6/2018

מכפילי שווי סך ההון המושקע של:			
EBITDA	הכנסות	טיקר	חברה
30/06/2018	30/06/2018		
14.51	2.22	AJG	Arthur J Gallagher & Co
13.55	4.19	BRO	Brown & Brown Inc
13.57	1.69	CRVL	CorVel Corp
13.15	3.17	MMC	Marsh & McLennan Companies Inc

14.51	4.19	גבוה
13.69	2.82	ממוצע
<b>13.56</b>	<b>2.69</b>	<b>חציון</b>
13.15	1.69	נמוך

מטרתו העיקרית של השימוש במכפילי השווי הנגזרים מהשוק היא לקבוע את שיעור התשואה הנדרש על ידי המשקיעים בבורסה בגין השקעותיהם בסוכנויות ביטוח. מכפילי השווי משמשים עבור מעריך השווי כברומטר לשיעור התשואה הנדרש על השקעה בסוכנות ביטוח. כמובן שנדרשת רמה מסוימת של סובייקטיביות כמו גם התאמות מסוימות על מנת להשתמש בשיטה זו כאשר באים להעריך את השווי של סוכנות ביטוח שפעם אחת איננה נסחרת ופעם שניה קטנה יחסית לסוכנות ביטוח נסחרת.



כפי שניתן לשער סוכנויות הביטוח הנסחרות הינן בעלות בעלות הכנסות גבוהות יותר, מפוזרות יותר מבחינת סוגי המוצרים והשירותים שהן מוכרות, מפוזרות בצורה טובה יותר מבחינה גיאוגרפית, בעלות גישה טובה יותר להון ובעלות איכות ועומק במונחים של יכולת ניהול כוללת. אין זה מציאותי לחשוב שמשקיע פוטנציאלי בסוכנות ביטוח שאינה נסחרת וקטנה יותר יחסית לסוכנות ביטוח נסחרת ידרוש שיעור תשואה הדומה לאלו הנדרשים על ידי המשקיעים בבורסות בגין השקעתם בסוכנויות ביטוח נסחרות ענקיות. השימוש בשיטת הערכת שווי הזו דורש לבצע התאמות בכפוף ובהתאם לסוכנות הביטוח המוערכת, כפי שמתבקש באמצעות מעריך שווי מקצועי ומנוסה.

לשם המחשה, ההתאמות (הדיסקאונטים) המקובלות על מכפילי EBITDA של חברות ציבוריות נעות בין 30% ל- 50% עבור חברה שאינה ציבורית (במקרה שלנו דגן סוכנות ביטוח). יישום ההתאמות הללו על מכפיל ה- EBITDA החציוני נכון ליום ה- 30 ביוני 2018 הנאמד בכ- 13.56, יביא לטווח מכפילי EBITDA, לאחר התאמות, שנע בין 6.6 (50% מתוך 13.56) ל- 9.2 (70% מתוך 13.56).

## גישת ההכנסות

שימוש בגישת ההכנסות להערכת שווי סוכנות ביטוח הינה השיטה המקובלת ביותר ולעיתים קרובות הראויה ביותר מבין שיטות הערכת השווי. הגדרנו את שווי של עסק כערך הנוכחי של הרווחים העתידיים (קרי, הכנסות, רווחים, תזרימי מזומנים וכו') הצפויים לנבוע מהעסק. גישת ההכנסות להערכת שווי ממירה רווחים כלכליים, כמו למשל תזרימי מזומנים נקי או רווח נקי, לכדי אינדיקציות שווי באמצעות שימוש בשיעור תשואה (המכונה שיעור נכיון או שיעור היוון).

קיימות שתי מתודולוגיות בסיסיות הנגזרות מגישת ההכנסות להערכת שווי; שיטת נכיון תזרימי המזומנים ושיטת היוון הרווחים.

שיטת נכיון תזרימי המזומנים מגבשת תחזית רב-שנתית עבור סוכנות הביטוח המוערכת אשר מייצגת את התוצאות הצפויות מהפעילויות העתידיות. התזרימים השנתיים החזויים מהוונים לערך הנוכחי באמצעות שיעור נכיון ראוי (קרי, שיעור תשואה) על מנת לפצות את הרוכש בגין הסיכונים האינהרנטיים הקשורים לסוכנות הביטוח המוערכת.

שיטת היוון הרווחים משתמשת בזרם רווחים חד-תקופתי (קרי, תזרימי מזומנים נקי, רווח נקי וכו') ומחלקת אותו בשיעור היוון ראוי (שיעור תשואה) על מנת לקבל אינדיקציות שווי.

ההבדל העיקרי בין שיטת נכיון תזרימי המזומנים לבין שיטת היוון הרווחים הוא שיעור התשואה המשמש בחישוב. שיטת נכיון תזרימי המזומנים משתמשת בשיעור נכיון על מנת לחשב את ערך הנוכחי של תזרימי המזומנים העתידיים החזויים, כאשר שיעור הצמיחה השנתי של סוכנות הביטוח המוערכת מגולם כבר בתוך כל אחת משנות התחזית הרב-שנתית.



לעומת זאת, שיטת היוון הרווחים משתמשת בשיעור היוון על מנת לחשב את השווי הנוכחי של השקעה פרטנית בהינתן הסיכונים, כאשר שיעור ההיוון הינו שיעור הנכיון בניכוי שיעור צמיחה, אשר מייצג צמיחה שנתית ממוצעת ארוכת טווח (20 עד 30 שנה או יותר) עבור ההשקעה הפרטנית.

חשוב מאוד שמעריך השווי יבחר את שיעור התשואה הראוי (שיעור נכיון או שיעור היוון) לרווחים הכלכליים המוערכים. לדוגמא, אם הבסיס הוא תזרים מזומנים לפני מס מנורמל או אז על מעריך השווי ליישם שיעור תשואה על תזרים מזומנים לפני מס. נציין כי שימוש בשיעור תשואה שאינו הולם את זרם ההחזרים הפרטני יגרום לטעויות בשווי המתקבל.

יכלנו להקדיש עוד שעות רבות לדיון בנושא זה לבדו, אולם הואיל ומטרתנו היא לספק שיטה פשוטה משהו אך עדיין מדויקת לאמידת שווייה של סוכנות ביטוח, הרי שלא נרחיב על הדרכים הרבות לגיבוש שיעורי תשואה מציאותיים המשמשים בגישת ההכנסות.

## **גיבוש טווח למכפילי תזרים מזומנים לפני מס (EBITDA)**

תפיסת השווי העיקרית העומדת מאחורי גישת ההכנסות וגישת השוק להערכת שווי הינה אמידת השווי הכלכלי של השקעה בהינתן גורמי סיכון ספציפיים וציפיות לשיעור תשואה הקשורים להשקעה זו. בגישת השוק, אנו משתמשים בשיעורי תשואה אמיתיים שאותם מקבלים המשקיעים בסוכנויות ביטוח ציבוריות כבסיס לגיבוש שיעור התשואה הראוי עבור סוכנות הביטוח המוערכת. בגישת ההכנסות, אנו מגבשים שיעורי נכיון או שיעורי היוון באמצעות מידע על השקעות אלטרנטיביות כבסיס לגיבוש שיעור התשואה הראוי עבור סוכנות הביטוח המוערכת, שמעריך שווי מקצועי ומנוסה ללא ספק ישתמש בשיעור התשואה הנכון עבור זרם הרווחים שמשמש בהערכת השווי.

ניתן להשתמש בטווח מהימן והוגן של מכפילי EBITDA על מנת לגבש את שווייה של סוכנות ביטוח אלמנטר. טווח מכפילי EBITDA הרלוונטי נע בין 4.0 בגבול התחתון, ל- 7.0 בגבול העליון. לאמור- השווי של מרבית סוכנויות ביטוח אלמנטר "יפול" בטווח מכפילי EBITDA של בין 4.0 ל- 7.0. מרבית סוכנויות הביטוח בעלות רמת סיכון ממוצעת מוערכות באמצעות מכפילי EBITDA הנעים בין 5.0 ל- 6.0.

כאשר משתמשים בשיטת מכפיל ה- EBITDA חשוב ביותר ראשית לגבש אומדן EBITDA מנורמל ומציאותי אשר מייצג בצורה הוגנת את כושר ייצור הרווחים העתידיים של הסוכנות המוערכת. המשתנה הקריטי השני בעת שימוש בשיטה זו הינו בחירת מכפיל ה- EBITDA מבוסס-הסיכונים הראוי עבור הסוכנות המוערכת.



מכפילי ב- EBITDA של סוכנויות ביטוח בעלות רמות סיכון הגבוהות יותר מרמת הסיכון הממוצעת, יטו לרדת מתחת למכפיל EBITDA של 5.0. מכפילי ב- EBITDA של סוכנויות ביטוח בעלות רמות סיכון הנמוכות יותר מרמת הסיכון הממוצעת, יטו לעלות מעל למכפיל EBITDA של 6.0. נציין כי קיימות מעט מאוד סוכנויות המוערכות באמצעות מכפילי EBITDA קיצוניים של 4.0 או 7.0.

לסיכום, סוכנויות ביטוח בעלות רמת סיכון ממוצעת יוערכו באמצעות מכפילי EBITDA בטווח של 5.0-6.0. סוכנויות ביטוח בעלות רמות סיכון הגבוהות מרמת הסיכון הממוצעת יוערכו באמצעות מכפילי EBITDA בטווח של 4.0-5.0. סוכנויות ביטוח בעלות רמות סיכון הגבוהות מרמת הסיכון הממוצעת יוערכו באמצעות מכפילי EBITDA בטווח של 6.0-7.0. קביעת רמת הסיכון של סוכנות ביטוח הינה תחשיב אקטוארי אשר מבוצע על ידי מעריך שווי מנוסה.

קביעת מכפיל ה- EBITDA הראוי לסוכנות ביטוח ספציפית הינו אחד המקטעים הקשים ביותר והסובייקטיביים ביותר של הערכת השווי. במאמר הבא, נדון בכמה מגורמי הסיכון העיקריים של הסוכנות המשפיעים על השווי. ניתוח הסיכונים דורש בחינה מעמיקה של התוצאות והמגמות הכספיות והתפעוליות ההיסטוריות של הסוכנות.

## תחשיב שווי לדוגמא

במאמר האחרון שכותרתו "קביעת כושר ייצור הרווחים של סוכנות ביטוח" גיבשנו דוח רווח והפסד מנורמל עבור סוכנות ביטוח דימיונית. ה- EBITDA המנורמל של כהן סוכנות לביטוח בע"מ (להלן - "כהן") הינו 554,000 ₪ (מעוגל) נכון למועד הערכת השווי. בהנחה שלאחר בחינת התוצאות והמגמות הכספיות והתפעוליות של כהן הגענו למסקנה שהיא בעלת רמת סיכון ממוצעת. לפיכך, נחליט שטווח מכפילי EBITDA של בין 5.0 ל- 6.0 הינו ראוי להערכת שווי כהן.

מכאן שקיבלנו ששווי סך ההון המושקע (להלן - "TIC") של כהן נע בין 2,770,000 ₪ לבין 3,324,000 ₪, כדלקמן:

₪ 554,000	₪ 554,000	EBITDA מנורמל
6.0	5.0	מכפיל EBITDA ראוי
<b>₪ 3,324,000</b>	<b>₪ 2,770,000</b>	<b>סך ההון מושקע ("TIC")</b>

שווי סך ההון המושקע מייצג את השווי של כל ספקי ההון של הסוכנות, הן בעלי המניות והן בעלי החוב.



אם ניקח את טווח השוויים של סך ההון המושקע המתקבל עבור כהן ונחלק אותם בהכנסות, נטו של כהן (2,406,543 ₪), נקבל טווח מדוייק יותר של מכפילי הכנסות מעמלות שנע בין 1.2 ל- 1.4.

₪ 3,324,000	₪ 2,770,000	שווי סך ההון המושקע ("TIC") ההכנסות, נטו
₪ 2,406,543	₪ 2,406,543	
<u>1.4</u>	<u>1.2</u>	<b>מכפיל ההכנסות המשתמע</b>

שיטת מכפיל ה- EBITDA מביאה להערכת שווי מדוייקת יותר של סוכנות ביטוח מאחר והיא מביאה בחשבון הן את הרווחיות והן את הסיכון. השימוש בכלל האצבע הישן של גישת מכפיל של בין 1.5 ל- 2.0 על ההכנסות מעמלות יכול להטעות מעצם ההתעלמות מהרווחיות בפועל של סוכנות הביטוח.

חישוב רווחי ה- EBITDA שערכנו מנטרל הוצאות מימון אשר הינן העלות השנתית של השימוש במימון/חוב בפעילות. לפיכך, על מנת לקבוע את שווי ההון העצמי של סוכנות הביטוח עלינו להפחית את השווי של כל מרכיבי החוב הקיימים בשווי סך ההון המושקע. אם אנו מעריכים את שווי התאגיד בכללותו עלינו לבחון גם את מאזן התאגיד נכון למועד הערכת השווי על מנת לקבוע את רמות ההון החוזר והשווי המוחשי הנקי ההולמות.

במאמר הבא, נדון בהתאמות שאותן יש לבצע על המאזן של סוכנות הביטוח וכן בקביעת שווי ההון העצמי המוחשי של סוכנות ביטוח.



## פרטים נוספים אודות שווי פנימי ורועי פולניצר

### פרטים אודות המשרד:

**שווי פנימי (Intrinsic Value)** מתמחה במתן שירותי ייעוץ כלכלי בתחומים של הערכות שווי, ניהול סיכונים, אקטואריה והנדסה פיננסית לצורך יישום הוראות רגולטוריות וסטטוטוריות, לצרכי דיווח כספי וביקורת, למטרות מס, לצרכי גיוס הון, לצרכי עסקאות, לצרכים משפטיים ולצורך פיתוח, יישום ותיקוף מודלים בתחומי ניהול הסיכונים והאקטואריה.

למשרד עשרה מגזרי פעילות:

- Corporate Finance Valuation
- Quantitative Finance Valuation
- Financial and Economic Modeling
- Transaction Support
- Market Risk Actuarial Science
- Credit Risk Actuarial Science
- Operational Risk Actuarial Science
- Investment Risk Actuarial Science
- Life Risk Actuarial Science
- Pension Risks Actuarial Science

### תחומי הידע והפעילות כוללים:

- הערכת שווי תאגידים ומגורים (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7, קישור 8)
- בניית תחזיות כלכליות ומצגות עסקיות (רצ"ב קישור)
- אמידת שיעור ההיוון הראוי/ הריבית הראויה להיוון תזרימי מזומנים (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7, קישור 8, קישור 9, קישור 10, קישור 11, קישור 12, קישור 13, קישור 14)
- הערכות שווי נכסים בלתי מוחשיים (רצ"ב קישור)
- ייחוס עלות רכישה, PPA – Purchase Price Allocation (רצ"ב קישור)
- בדיקות פגימה (Impairment) לנכסים, לרבות מוניטין (רצ"ב קישור)
- שווי הוגן אופציות משובצות (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3)
- שווי הוגן אופציות ריאליות (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5)
- שווי הוגן כתבי אופציות לעובדים (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7, קישור 8, קישור 9, קישור 10, קישור 11, קישור 12, קישור 13)
- שווי הוגן כתבי אופציות לדירקטורים (רצ"ב קישור)





- שווי הוגן כתבי אופציות למנכ"ל (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכת הטבות מבוססות לעובדים (RS, RSU, SAR, יחידות פאנטום ומניות/אופציות מבוססות מניות (קישור)
- הערכת שווי מניה רגילה בחברה פרטית (409A) (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- פיצול רכיבי אקוויטי ומכשירי הון/התחייבות מורכבים (OPM / CCM / PWERM) (רצ"ב קישור)
- כימות נזקים, אובדן רווחים ואובדן הכנסות (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי התחייבויות בגין תמלוגים למדען הראשי (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי ערבויות פיננסיות וערבויות בעלים (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי איגרות חוב / הלוואות סטרייט, הלוואות גישור ומשכנתאות (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי הוגן של הלוואת בעלים (רצ"ב קישור)
- ייעוץ ובדיקות אפקטיביות הגנה לחשבונאות גידור (Hedge Effectiveness Tests) (רצ"ב קישור)
- שווי הוגן נזרים משובצים (Embedded Derivatives) (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי וניתוח סיכונים לדוח גלאי 2 (רגישות, VaR) (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי וניתוח סיכונים ל- IFRS 7 (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי איגרות חוב להמרה, הלוואות הניתנות להמרה ומסגרות מימון המירות (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי אופציות פיננסיות ופוזיציות נזרים מורכבות (רצ"ב קישור)
- בחינת יכולת פירעון ואיתנות פיננסית (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7)
- ייעוץ ומידול כלכלי מורכב (BOT ו-PPP), בקרה וליווי פיננסי (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- ייעוץ ומידול שווי פרמיות שליטה ומיעוט (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5)
- ייעוץ ומידול שווי פרמיות גודל (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- ייעוץ ומידול סטיית התקן הנכסית (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- ייעוץ ומידול שווי ניכיון בגין היעדר סחירות (DLOM) (קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6)
- ייעוץ ומידול שווי אי סחירות של אופציות (רצ"ב קישור)
- ייעוץ ומידול ניכיון בגין מסים על רווחי הון מובנים (רצ"ב קישור)
- ייעוץ ומידול דיסקאונטים בשותפויות מוגבלות משפחתיות בארה"ב (רצ"ב קישור)
- ייעוץ ומידול ניכיון בגין חסימה, איש מפתח, הסכם מחייב, פורטפוליו והיעדר זכויות הצבעה (רצ"ב קישור)
- חוות דעת מומחה בלתי תלוי בהליכים משפטיים (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכות שווי יחסי מיזוג וייעוץ עסקאות (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי תמורה מותנית בעסקאות מיזוגים ורכישות (רצ"ב קישור)
- חוות דעת הוגנות (Fairness Opinion) לבחינת עסקה (רצ"ב קישור)
- מיסוי בין לאומי – מחירי העברה בתנאי At Arm's Length (רצ"ב קישור)



- קביעת שווי הוגן למחירי העברה בין חברתיים ובין לאומיים (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכות שווי לחברות ממגזרי האנרגיה, נפט וגז (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות פרטיות (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכות שווי חברות ציבוריות (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכות שווי חברות ממגזרי האנרגיה, נפט וגז (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות בקשיים (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות אחזקה (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות נדל"ן מניב (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות בניה למגורים (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי בנקים (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות ביטוח (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי תיקי ביטוח ולסוכנויות ביטוח (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות בתחום בנקאות והשקעות והחיתום (רצ"ב קישור)
- אופטימיזציה למבנה ההון, אפשרויות מימון של הפירמה ומקסום התשואה על ההון (רצ"ב קישור)
- בניית עקומי ריביות חסרי סיכון ומטריצות ריביות להיוון (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5)
- דירוג אשראי סינטי (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6)
- איזון משאבים בין בני זוג (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6)
- הערכת שווי נכסי קריירה (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3)
- Due Diligence כלכלי (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3)
- ניתוח סיכונים אשראי של צד נגדי (CVA ו-DVA) בעסקאות נגזרות פיננסית (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4)
- אקטואריית סיכונים אשראי (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6)
- כימות סיכונים שוק בבתי השקעות וחברות ביטוח (קישור)
- ליווי בהטמעת מערכות לניהול סיכונים ובתיקוף תוצאות עבור בתי השקעות וחברות ביטוח (קישור)
- אקטואריית סיכונים שוק (קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7, קישור 8, קישור 9, קישור 10)
- אקטואריית סיכונים תפעוליים (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- אקטואריית סיכונים נזילות (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3)
- אקטואריית סיכונים מודל (רצ"ב קישור)
- אקטואריית סיכונים השקעות (רצ"ב קישור)
- אקטואריית סיכונים חיים (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7, קישור 8, קישור 9, קישור 10, קישור 11, קישור 12, קישור 13)
- חישוב הערך הגלום (Embedded Value) בעסקי ביטוח החיים, הבריאות והפנסיה (רצ"ב קישור 1, קישור 2)



- הערכת שווי פעילות המגזר הכללי (רכב חובה, רכב רכוש, חבויות ורכוש אחר) של חברות ביטוח (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי פעילות קופות הגמל של חברות הביטוח (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי פעילות קרנות הפנסיה של חברות הביטוח (רצ"ב קישור)
- אקטואריית סיכונים פנסיוניים (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכה אקטוארית להתחייבויות בגין זכויות עובדים (רצ"ב קישור)
- מחויבות אקטוארית בגין הטבות לעובדים בהתאם ל- IAS19 (רצ"ב קישור)
- חוות דעת מומחה על עתודות אקטואריות בגין זכויות עובדים לפי תקן IAS 19 (רצ"ב קישור)
- אמידת שיעור הריבית הגלום בחכירה בהתאם ל- IFRS 16 (רצ"ב קישור)
- אמידת שיעור הריבית התוספתי לחוכר לפי תקן IFRS 16 (רצ"ב קישור)
- התאמת שוויין של עסקאות החלפה פיננסיות בשוק שמעבר לדלפק לסיכון אי ביצוע לפי תקן IFRS 13 (רצ"ב קישור)
- אמידת ההסתברות לחדלות פירעון (PD) (רצ"ב קישור)
- אמידת שיעור ההפסד בקרות חדלות פירעון (LGD- Loss Given Default) (רצ"ב קישור)
- חוות דעת מומחה בנושא הערכות שווי קניין רוחני (IP Valuations) (רצ"ב קישור)



**פרטי הבעלים, המנהל, האקטואר ומעריך השווי האחראי: מר רועי פולניצר, CFV, F.I.L.A.V.F.A., FRM**

- מחזיק בתואר M.B.A (בהצטיינות) במימון, תואר B.A (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון ודיפלומה בניהול סיכונים פיננסיים במתכונת FRM מאוניברסיטת אריאל בשומרון, למד בתוכנית ללימודי דיפלומה באקטואריה באוניברסיטת חיפה ועבר בהצלחה את הבחינות הסופיות של הרשות לניירות ערך בישראל לרישיון מנהל תיקים.
- מוסמך כאקטואר מלא (Fellow) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (F.I.L.A.V.F.A.), מוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV- Corporate Finance Valuator) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA- Israel Association of Valuators and Financial Actuaries), מוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM- Financial Risk Manager) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP- Global Association of Risk Professionals) ומוסמך כמומחה לניהול סיכונים (CRM- Certified Risk Manager) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM- Israeli Association of Risk Managers).
- בעל ניסיון אינטנסיבי של כעשור וחצי בתחומים של הערכות שווי, ניהול סיכונים, אקטואריה והנדסה פיננסית, הכולל ביצוע פיקוח וניהול של אלפי עבודות הערכות שווי, חוות דעת אקטואריות, ניתוח סיכונים ועבודות ייעוץ כלכליות למשרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי, משרדי ביקורת חקירתית וחברות ציבוריות ופרטיות בארץ.
- לשעבר מרצה בנגזרות וניהול סיכונים פיננסיים, בתחום ניתוח דוחות כספיים והערכות שווי, בבית הספר לכלכלה במכללה האקדמית אשקלון ובמוסדות אקדמיים שונים, עוזר מחקר והוראה בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית של המלומד ה"ה ד"ר שילה ליפשיץ, ראש תחום הערכות השווי במשרד רואי חשבון רוה-רביד (כיום Russell Bedford ישראל), מנהל סיכונים וראש תחום שווי הוגן במשרד הייעוץ האקטוארי של ד"ר בעז ים, מנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון.

**הסתמכות על מומחים:**

- שווי פנימי הוקם בשנת 2011 ומעסיק מומחים מעת לעת בתחומי עיסוקו.
- שווי פנימי נהנה ממעמד מקצועי גבוה ממעמד מקצועי גבוה כמומחה עצמאי בלתי תלוי, לכאורה ולמעשה, לצרכי הסתמכות בידי רואי החשבון המבקרים, רשות ניירות ערך בישראל, רשות המסים בישראל, בתי דין רבניים ובתי משפט בישראל. לשווי פנימי Advisory Board המורכב מאישים בולטים בתחומי האקדמיה, המימון והערכות השווי בישראל ונהנה משיתופי פעולה מקצועיים בארץ. המשרד מיישם וולנטרית את כללי האתיקה, הסטנדרטים המקצועיים ותקנות אי התלות של לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA- Israel Association of Valuators and Financial Actuaries), של האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP- Global Association of Risk Professionals) ושל האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM- Israeli Association of Risk Managers).

נשמח לעמוד לשירותיכם לכל שאלה או הבהרה, בכל עת