



# הערכת שווי של חברת איילון חברה לביטוח בע"מ נכון ל- 31.12.2023 באמצעות מודל ה- DCF

איך לראות בכתבה זו המלצה או תחליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או שיווק השקעות או ייעוץ השקעות!!!!

**האקטואר רועי פולניצר** העריך את שווייה ההוגן של איילון חברה לביטוח ליום ה- 31 בדצמבר 2023 ע"ב מודל ה- DCF.

- **לכלי**, קיימות מספר שיטות להערכת שווי חברות ועסקים. ככלל, תזרימי המזומנים העתידיים – (Discounted Cash Flows – DCF). על פי שיטה זו, שווי הפעילות של חברה נגזר מערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים אשר צפויים לנבוע ממנה לאורך תירת חייה הכלכליים. הערך הנוכחי המהווה של תזרימי המזומנים החופשיים הבלתי ממונפים מטבא את השווי התפעולי של החברה (enterprise value). לצורך מציאת שווי ההון העצמי יש להפחית משווי הפעילות את סכום התחייבויותיה הפיננסיות נטו (ולחוסף את שווי הנכסים העודפים, ככל שקיימים כאלה). נכסים עודפים הם נכסים שלא הובאו בחשבון בחישוב השווי התפעולי של החברה.

**טבלה 2 - בדיקת סביבות**

מיליוני ₪	מיליוני ₪
1,670	הון "כלכלי" קיים בחברת הביטוח לפי סולבנס II
-634	בנייה- כתבי החתיבות נדחים המהווים הון משני ושלישוני
220	בנייה: שווי מאזני של השקעות החברה בחברות אחרות
<b>1,255</b>	<b>ס"ה</b>
1,602	תוצאות הערכה (כמפורט בלוח 1 לעיל) (לעיל)
-152	בנייה- ערך ערדי של עסקי ביטוח חיים, נפסיה ובריאות
<b>1,450</b>	<b>ס"ה</b>

- יש לתת את הדעת לכך, שסכום ההון הכלכלי הממושב הינו נכון ליום 30.06.2023. ואינו כולל את השפעת הפעילות העסקית של החברה ותוצאותיה בחציון השני של שנת 2023 על תמחיל ההשקעות ועל ההתחייבויות הביטוחיות, וכן השפעת אקסטיגננות כגון שינוי של עקום הריבית ושינויים רגולטוריים המשפיעים על הסיבבה העסקית.

## התייחסות לפער שבין שווי השוק של החברה לתוצאות הערכה של החברה

- **שווי השוק של החברה, נכון ליום 31.12.2023, היה 294 מיליוני ₪.** סכום זה נמוך בכ- 81.7% מהשווי ההוגן של החברה המתקבל מגישת DCF בסך של כ- 1,602 מיליוני ₪.
- המלומד פרופ' Aswath Damodaran, הנחשב כיום לאחד מבני הסמכא הבולטים והממוסטים ביותר בתחום הערכות השווי, עמד על ההבדל שבין ה"ערך" ה- Intrinsic Value לבין המחיר המצוטט בבורסה - Price Versus Value. הפער בין המחיר לערך יכול להיות "לשני הכיוונים": לעתים מחירי הבורסה גבוהים מהערך הכלכלי של החברה, ולעתים להיפך. בין הורמים לפער מונה Damodaran בעיות של חוסר במידע, נזילות, ומשטר תאגידי.

## להערכת, במקרה שלפנינו, אכן נותר פער משמעותי בין מחירי המניות של החברה לבין ערכה הכלכלי.

- מזה תקופה ארוכה נערכים דיונים רבים בקרב אנשי המקצוע בתחום הביטוח ושוק ההון בנוגע לאפשרות של תמחור בחסר של חברות הביטוח בישראל. לראייה, ביום 4 בפברואר 2013 נערך דיון במסגרת "פורום שווי הוגן" בהשתתפות בכירים מעולם שוק ההון והביטוח בנושא "בין החשבונאות לשוק – האם חברות הביטוח מתומחרות בחסר", אשר עך בשאלת תמחורן של חברות הביטוח בישראל. אחת המסקנות העיקריות של הדיון הינה כי נכון להיום אכן סביר כי חברות הביטוח בישראל מתומחרות בחסר וזאת, בין היתר, מהסיבות הבאות:

- נכון ל- 31.12.2023, כל חברות הביטוח בישראל, למעט אי.די.אי ביטוח וליברא, נסחרו מתחת להון העצמי שלהן. לדעת פורמים, בטווח הארוך מצב זה אינו סביר וזאת מכיוון שבמהאם לכלכלי חשבונאות, במאזניהן של חברות הביטוח לא נכללים נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין שמכוח חברתה. לכן, צפוי היה שההון העצמי של חברות הביטוח יהווה סוג של "מחיר רצפה" לשוויין הכלכלי.

- בשנים האחרונות התבלעו שינויים רגולטוריים רבים בענף הביטוח, אשר בעקבותיהם עלתה רמת אי הדוואות בתחום וכן הסיכויים לקבלת דיבידנדים על ההשקעה בחברת ביטוח אינם ברורים אף הם.

- ענף הביטוח מושפע באופן ניכר משוק ההון. התנדויות שחלו בשוק זה בשנים האחרונות הפגיעו על רווחיות חברות הביטוח ולכן הקשו על השוק לתמחורן.

- לאור המסקנה העולה מהאמור לעיל בנוגע לתמחורן בחסר של חברות הביטוח, הרי שינוי "להתעלם" ממחירי מניות החברה בבורסה, ולראות בנתון על ההון העצמי המיוחס לבעלי מניות החברה בספרי החברה נכון ל- 31.12.2023 מיליוני ₪, כאינדיקציה משמעותית יותר לשווי החברה.

## אומדן שווי הפעילות במגזרי הפעילות ובתחומי הפעילות האחרים של החברה

- היוונית ליום 31.12.2023 את הרווחים הצפויים ממגזרי הפעילות/תחומים האחרים של החברה (למעט מגזרי החיים, הפנסיה והבריאות) ואת ההכנסות מהשקעות פיננסיות בלתי מיוחסות בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות בלתי מיוחסות, במחירי הון המשוקלל של החברה.
- תוצאת ההיוון מצביעה על שווי של כ- 742 מיליוני ₪, נכון ליום 31.12.2023.

## אומדן שווי אחזקות החברה בחברות נוספות

- שווי ההשקעה של החברה בחברות כלולות, נכון ליום 31.12.2023 היה כ- 131 מיליוני ₪.

## נכסים פיננסיים

- נכון ליום 31.12.2023, נכללו במאזן ה"סולו" של החברה נכסים פיננסיים "פנויים" (שאינם מיוחסים למגזרי הפעילות) בסכום כולל של כ- 156 מיליוני ₪.
- הוספתי לסכום ההערכה את תירת הנכסים הפיננסיים הפנויים – סכום של כ- 156 מיליוני ₪, כאמור לעיל.

## התחייבויות פיננסיות

- ההתחייבויות הכספיות של החברה, נכון ליום 31.12.2023, שאותן גרעתי מסכום ההערכה, לפי ערךן ההתחייבויות הסתכמו בכ- 164 מיליוני ₪.

## התחייבויות אחרות

- גרעתי מסכום ההערכה את סכום ההתחייבויות האחרות של החברה (בשל הטבות לעובדים, זכאים אחרים ומיסים שוטפים) בסכום כולל של 39 מיליוני ₪.

## הפרשה מיוחדת

- כנגד החברה, כמו יתר חברות הביטוח המובילות בישראל, תלו מספר רב של תביעות משפטיות, ובהן בקשות לאישור תובענות ייצוגיות. רואי החשבון של החברה כוללים בחוות דעתם את הדוחות הכספיים, הפניה לאי וודאות בשל תביעות אלו.

- למיט הבנתי, כל קונה סביר ייתן דעתו להפסדים אפשריים בגין תביעות אלו, וידרוש התאמת מחיר ו/או הסדרי שיפוי.

- לפיכך, מצאתי לנכון לכלול בהערכה הפרשה מיוחדת בסכום של 53 מיליוני ₪ (לאחר מס), בגין תביעות תלויות אלו ובגין השלמה לעתודות הביטוח בגין שניונים אקטואריים נוספים שיתכן ויידרושו בעתיד בעקבות שינויים רגולטוריים.

## סיכום ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים

- בלוח 1 בהמשך מוצג סיכום ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים. **ההערכה מצביעה על שווי הוגן לחברה של כ- 1,602 מיליוני ₪. נכון ליום 31.12.2023, סכום זה מהווה כ- 227.7% מהשווי המאזני של ההון המיוחס לבעלי מניות החברה.**

## לוח 1 - סיכום ההערכה בשיטת ה- DCF

מיליוני ₪	מיליוני ₪
829	מגזר ביטוח חיים
742	מגזר פעילות נוספים
131	שווי חברות מוחזקות
156	נכסים פיננסיים
-164	התחייבויות פיננסיות
-39	התחייבויות אחרות
-53	הפרשה מיוחדת
<b>1,602</b>	<b>ס"ה</b>
<b>100.00%</b>	<b>אחוז מהון החברה</b>
<b>1,602</b>	<b>שווייה ההוגן של החברה</b>

## בדיקת סביבות

- "ההון הכלכלי" של החברה כפי שהוא מוחשב לעניין כושר פירעון (SCR), היה נכון ליום 31.12.2023 היה כ- 1,670 מיליוני ₪. למיט הבנתי, **סכום זה (בכפוף להתאמות הנדרשות שתפורטנה בהמשך) יכול להיות אינדיקציה משמעותית לשווייה ההוגן של החברה.**
- ההון הכלכלי הממושב כולל גם כתיבת התחייבויות נדחים המהווים הון משני ושלישוני מורכב. תירת כתיבת התחייבויות הנדחים ליום 31.12.2023 הייתה כ- 634 מיליוני ₪. לפיכך, לצורך אומדן השווי ההוגן של החברה, יש לגרוע סכום זה מסכום ההון הכלכלי הממושב.

הגישה המוקבלת ביותר כיום לביצוע הערכות שווי היא גישת היוון תזרימי המזומנים העתידיים – (Discounted Cash Flows – DCF). על פי שיטה זו, שווי הפעילות של חברה נגזר מערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים אשר צפויים לנבוע ממנה לאורך תירת חייה הכלכליים. הערך הנוכחי המהווה של תזרימי המזומנים החופשיים הבלתי ממונפים מטבא את השווי התפעולי של החברה (enterprise value). לצורך מציאת שווי ההון העצמי יש להפחית משווי הפעילות את סכום התחייבויותיה הפיננסיות נטו (ולחוסף את שווי הנכסים העודפים, ככל שקיימים כאלה). נכסים עודפים הם נכסים שלא הובאו בחשבון בחישוב השווי התפעולי של החברה.

ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים בהערכת שווי זו נקטיה בגישת ה- DCF לפיה:

- (1) בשלב ראשון, הערכת את שווי עסקי ביטוח החיים הפנסיה והבריאות, שווי עסקי הביטוח הכלכלי, פעילות ניהול קופות הגמל, מגזר השירותים הפיננסיים והאחזקות בסוכנויות הביטוח, לפי שיטה ה- DCF, כאשר בחישוב ניתן ביטוי להוצאות הנהלה וכלליות שאינן מיוחסות למגזרי הפעילות, להכנסות פיננסיות בלתי מיוחסות ולעלויות המימון הנובעות מכתיבת התחייבויות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב. לשווי התפעולי שחושב בשלב הראשון הוספתי את השווי המאזני של השקעות החברה בחברות אחרות.
- (2) משווי המצדפי שחושב בשלב הפיננסיים האישונים גרעתי את סכום ההתחייבויות הפיננסיות (למעט כתיבת התחייבויות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב).
- (3) וההתחייבויות האחרות של החברה ליום 31 בדצמבר 2023.

## הערכת שווי עסקי ביטוח חיים, הפנסיה והבריאות של החברה

- (1) לצורך יישום גישת ה- DCF חילקתי את תקופת התחזית לשתי תקופות:
  - א. התקופה 2024 – 2028 ("תקופת התחזית הקרובה") – לגביה נערכה תחזית רווחים מפורטת;
  - ב. שנת 2029 ואילך, שלגביה הצבתי "תזרימי מייצג" (הנגזר מרווחי החברה בתקופת התחזית הקרובה).
- (2) הערכת שווי עסקי ביטוח חיים, הפנסיה והבריאות של החברה
- (3) הערכת שווי הפעילות בתחומי פעילות אלו, מחייבת הצבת מספר רב של נתונים, הנתונים הנדרשים מהפוליטות השונות שהתפקיד החברה בעבר, הנהלת אקטואריית דמוגרפיות וכלכליות, ותחזיות לתזרימי המזומנים הצפויים לאורך תקופות ארוכות במיוחד.
- (4) אומדן שווי תיקי הביטוח הקיימים של החברה, נכון ליום 31.12.2023 נעשה באופן כמותי, כערך הנוכחי של הרווחים העתידיים בתיקי ביטוח החיים הבריאות והפנסיה) מהוון בשיעור היוון הכולל את ערך הזמן של הכסף (קרי, וקטור הריבית חסרת הסיכון), פרמיית הסיכון בשוק ההון הישראלי (תוספת תשואה נדרשת המבטאת באופן נאות יותר את מרכיב הסיכון השיטתי, בשים לב לסיכונים ביטוחיים ותפעוליים שאינם ניתנים לגידור) ופרמיית סיכון ספציפי (בשל עליה אפשרית בשיעורי הביטולים והפדיונות, בעיקר בעסקי ביטוח חיים).

- אומדן שווי עסקי הביטוח (חיים, בריאות ופנסיה של החברה) העתידיים של החברה, נכון ליום 31.12.2023 נאמד בכ- 152 מיליוני ₪, כערך הנוכחי של עסקי הביטוח החדשים העתידיים הצפויים לחברה בתחומי פעילות אלו, מהוון בשיעור היוון הכולל את ערך הזמן של הכסף (קרי, וקטור הריבית חסרת הסיכון), פרמיית הסיכון בשוק ההון הישראלי (תוספת תשואה נדרשת המבטאת באופן נאות יותר את מרכיב הסיכון השיטתי, בשים לב לסיכונים ביטוחיים ותפעוליים שאינם ניתנים לגידור) ופרמיית סיכון ספציפי (בשל עליה אפשרית בשיעורי הביטולים והפדיונות, בעיקר בעסקי ביטוח חיים) ומכפיל ממכפיל שווי של 5 לערך העסקים החדשים (Value of new Business).

## לפיכך, אומדן השווי של עסקי ביטוח חיים, הבריאות והפנסיה של החברה, נכון ליום 31.12.2023 מסתכם בכ- 829 מיליוני ₪.