



הערכת שווי תיק ביטוח נכון למועד הנישואין במסגרת הליך איזון משאבים בין בני זוג עקב גירושין

דוד בכר מנכ"ל CFP ומתכנן פיננסי CLU, יועץ פנסיני CFV, יועץ פנסיני CFP ומתכנן פיננסי CLU, יועץ פנסיני CFV, יועץ פנסיני CFP ומתכנן פיננסי CLU

יש לקחת בחשבון כי השינויים בתחום וכניסת קרנות ברירת המחדל, הפכו את שוק הפיננסים להיות פחות יציב ומכפיל הנפרעים ירדו בענף זה ירדו בהתאם כאשר מכפיל ההכנסות בענף זה הינם בין 3.0-2.0.

קביעת ההכנסות השנתיות המייצגות של תיק הביטוח
שווי תיק הביטוח מחושב כמכפלת ההכנסות המייצגות של תיק הביטוח במכפיל הכנסות יציב.

מכיוון שהתנהלות ההכנסות מבחינת הנפרעים הינה יחסית קבועה ברמה שנתית, נלקחו בחישוב שנים שלמות.
להלן לוח 3 המפרט את קביעת ההכנסות השנתיות המייצגות של תיק הביטוח המוערך:

לוח 3 - קביעת ההכנסות השנתיות המייצגות

שנה	הכנסות נפרעים	משקלות	משקלולת
2014	53,400	16.7%	8,900
2015	139,261	33.3%	46,420
2016	217,562	50.0%	108,781
ההכנסות השנתיות המייצגות			164,102

פעילות תיק הביטוח החלה בשנת 2014, על כן כדי למזער את השפעת התנודתיות במחזור ההכנסות (בשל הימצאות התיק בהליך צמיחה), על ההכנסות השנתיות המייצגות, קבעתי משקולות לכל אחת מהשנים 2014-2016.
חישוב המשקולות - לשלוש שנים $1+2+3=6$, כלומר משקל 1/6 לשנת 2014, משקל 2/6 לשנת 2015 ומשקל 3/6 לשנת 2016.

קביעת שווי תיק הביטוח

להלן פירוט קביעת שווי תיק הביטוח למועד הנישואין (11.11.2016), הוא מועד הערכת השווי:

לוח 4 - הערכת שווי תיק הביטוח

מועד הערכת השווי	11/11/2016
שנה נרמטית מייצגת	2017
מכפיל הכנסות יציב לתיק	2.0
הכנסות שנתיות מייצגות לתיק	164,102
שווי התיק למועד הנישואין	328,203

המומצע המשוקלל ההכנסות השנתיות של תיק הביטוח מעמלות נפרעים נאמד על ידי כ-164,102 ש"ח.
לעניין דעתי, מכפיל של 2.0 על הכנסות מעמלות נפרעים משקף באופן נאות את מרכיבי אי הודאות הגלומים בהשקעה בתיק הביטוח דנן.
לפיכך, להערכתי, שווי תיק הביטוח נאמד על ידי כ-328,203 ש"ח.

ניתוח רגישות

להלן ניתוח רגישות חד-פרמטרי של שווי תיק הביטוח לשינויים במכפיל ההכנסות היציב:

לוח 5 - ניתוח רגישות לשווי התיק ביחס למכפיל

מכפיל הכנסות יציב	1.5	2.0	2.5
שווי תיק הביטוח	246,153	328,203	410,254

להלן ניתוח רגישות חד-פרמטרי של שווי תיק הביטוח לשינויים בשקלול ההכנסות:

לוח 6 - ניתוח רגישות לשווי התיק ביחס להכנסות

שקלול הכנסות	משקל עולה לאחור	משקל דועך לאחור	משקלות זהים
הכנסות שנתיות יציגות	109,381	164,102	136,741
שווי תיק הביטוח	218,762	328,203	273,483

ליסיכום

- הערכת שווי תיק הביטוח בוצעה נכון ליום 11.11.2016.
- בחרתי לבסס את הערכת השווי על שיטת המכפיל ההשוואתי על ההכנסות, שכן שיטה זו הינה השכיחה והמקובלת ביותר בעסקאות שנגעו בשנים האחרונות בענף.
- ההכנסות השנתיות המייצגות של תיק הביטוח המוערך מעמלות נפרעים בלבד נכון למועד הנישואין (קרי, מועד התחלת השיתוף) הינה כ-164,102 ש"ח, כמפורט לעיל.
- על בסיס ניסיוני הרב, אני סבור שמכפיל הכנסות של 2.0 משקף נכונה את הסיכונים הגלומים בתיק.
- שווי תיק הביטוח המוערך במועד הנישואין (מועד התחלת השיתוף) נאמד על ידי כ-328,203 ש"ח.

קיימים מספר סוגי מכפילים המותאמים לאופי פעילות תיק הביטוח המוערך:

- מכפיל הרווח** - מכפיל הרווח הנקי מתקבל כתוצאה מחלוקת מחיר המניה ברווח השנתי למניה, והוא נותן אינדיקציה ראשונית לתמחור מניות חברה לקראת הנפקתה בבורסה.
- מכפיל הון** - מכפיל הון העצמי מתקבל כתוצאה מחלוקת שווי השוק של החברה בהון העצמי של החברה, והוא שימושי יותר בקרב גופים פיננסיים, קרי בנקים וחברות ביטוח.
- מכפיל המכירות** - מכפיל המכירות מחושב ע"י חלוקה של שווי השוק בהכנסות.
- מכפיל תזרים המזומנים** - מכפיל תזרים מזומנים מחושב ע"י חלוקת שווי השוק של החברה בתזרים המזומנים שלה בשנה האחרונה, בשיטת המכפיל נהוג להשתמש בעיקר לקבלת אומדן כללי ראשוני לגבי שווי החברה, או כמדד להשוואה עבור שיטות נוספות שנקטו.

שיטת הערכה הנבחרת

- השיטות המוקבלות ביותר להערכת שווי תיקי ביטוח ופעילות סוכן ביטוח בודד ללא מנגנון עסקי (משל בנאדם מחזיק בכנס פיננסי ואת הנכס הזה עלינו להעריך), הן שיטת מכפיל הרווח והן שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF).
- שיטת היוון תזרימי המזומנים מתבססת בעיקר על קיומה של הנחת "העסק החי" ומחושבת בדרך כלל בהתבסס על נתונים כספיים במהלך 5 השנים שקדמו למועד הערכת השווי.
- בשיטת המכפיל מקובל לחשב את שווי תיק הביטוח בהתבסס על מכפיל הכנסות יציב ההכנסות שנתיות מייצגות (ממוצע משוקלל של ההכנסות השנתיות ב-3 השנים שקדמו למועד הערכת השווי).
- המכפילים מהווים אופן חישוב חלוקה בחשבון את הכנסות העבר, שכבר שלמו למחזיק תיק הביטוח, אך מתבסס בעיקרו מנגנון ה"נפרעים", דהיינו - תשלום מתוך העמלות המשולמות בפועל ע"י חברות הביטוח.
- בעת הערכת שווי תיקי ביטוח יש להתעלם מההכנסות הנובעות מעמלות התיק, הואיל ומדובר בעמלות חד-פעמיות שנובעות מיצירת לקוחות חדשים.
- בשל אופי פעילות תיק הביטוח בענף הפיננסים, הימצאותו של התיק בהליך צמיחה, השיטה המתאימה ביותר מבין השיטות הנ"ל היא שיטת המכפיל ובמקרה זה מכפיל ההכנסות.
- הערכת שווי תיקי ביטוח בשיטת המכפיל נקבעת באופן הבא:
 - קביעת התאמות להכנסות התיק כדי לנטרל את עמלות התיק ולהישאר רק עם הכנסות על בסיס עמלות נפרעים.
 - קביעת המכפיל היציב של תיק הביטוח.
 - קביעת ההכנסות השנתיות המייצגות של תיק הביטוח.
 - קביעת שווי תיק הביטוח על ידי הכפלת המכפיל היציב של תיק הביטוח בהכנסות השנתיות המייצגות של תיק הביטוח.

ביצוע התאמות לדוח רווח והפסד

הואיל ונתבקשתי להעריך את שווי תיק הביטוח, עמדתי הייתה שיש לבצע הערכה על בסיס נפרעים בלבד ועל כן נערכה התאמה של ההכנסות השנתיות לשנים 2014-2016 בכפוף ובהתאם.

לוח 2 - התפלגות הכנסות נפרעים בש"ח

שנה	הכנסות שנתיות	עמלות נפרעים	עמלות היקף
2014	56,211	53,400	2,811
2015	145,064	139,261	5,803
2016	224,291	217,562	6,729

קביעת המכפיל היציב של תיק הביטוח

- מניסיוני מכפיל ההכנסות הראוי לתיק ביטוח שיעקר פעילותו היא בתחום הפיננסים והייסודות ארוך הטווח הוא 2.0, בנסיבות תיק זה.
- כמו כן התייחסתי לתיקי הלקוחות מהיבט גילם, פיזור הלקוחות, ההתבססות על גוף מרכזי ושיעור נטישת הלקוחות.
- מכפיל ההכנסות, מתאים למקרים בהם נדרש לאמוד את השווי כאשר אין שינוי משמעותי בהיקף ההוצאות (לאחר נטרול ההוצאות חד פעמיות) על פני שנים ולכן בשיטת זו, מכפיל ההכנסות הינו ההופכי (קרי, 1 חלקה) של שיעור הנכיון (שיעור הריבית) הראוי לחייון הכנסות תיק הביטוח.

מעריך שווי תגידים מוסמך (מטעם לשכת מערכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל) שכיום הוא יועץ ביטוח - מוניתי כאקטואר להעריך את שווי של תיק ביטוח של מתגרשת למועד נישואיה, יום ה-11 בנובמבר 2016.

הרכבו של תיק הביטוח המוערך

ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח עוסק בעיקר בחיסכון לתקופת הפרישה לגמלאות ובכיסוי לסיכונים שונים. המוצרים השונים במסגרת תחום זה כוללים שילוב מלא או חלקי של פתרונות חיסכון ומטע מתן כיסויים ביטוחיים לסיכונים שונים כגון מוות, נכות, אובדן כושר עבודה ומחלות קשות. תחום זה כולל ביטוח חיים, ניהול קרנות פנסיה וניהול קופות גמל, קופות גמל להשקעה ופוליסות חיסכון.

המוצרים בתחום פעילות זה מיועדים לשכירים, לעצמאים וללקוחות הרוכשים כסויים באופן פרטי (ללא קשר לעיסוקם). חלק מהמוצרים כוללים כיסוי למקרה מוות ו/או אובדן כושר עבודה.

מוצרים נוספים המוצעים על ידי חברות הביטוח ובתי ההשקעות - קרנות השתלמות, חווי השקעה בפוליסות ביטוח חיים, קופות גמל מרכזיות לפיצויים, קופה מרכזית לדמי מחלה וקופה מרכזית להשתתפות בפנסיה תקציבית.

פירוט סוגי העמלות המשולמות על ידי חברות הביטוח ובתי ההשקעות ("היצרן") לסוכנויות הביטוח בתחום הביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח:

- עמלות התיק**: עמלה חד פעמית, המשולמת בגין פעולת מכירה חדשה (הפקת פוליסה) ומותנית בהישארות הלקוח אצל היצרן. הזכאות הסופית לקבלת העמלה היא שנה מיינומו, כאשר במידה והלקוח אינו נשאר אצל היצרן ומבטל את רכישת הפוליסה, יש להשיב ליצרן כספים שניתנו לסוכן בגין אותו הלקוח, לפי החלק היחסי.
- עמלת נפרעים**: בתחומי הגמל והפיננסיים, עמלה זו משולמת בגין יתרת הכספים הצבורים ללקוח לסוף חודש כשהיא מוכפלת באחוז דמי הניהול והיא משולמת לשותפות מידי חודש בחודשו כל עוד הלקוח נשאר אצל היצרן.

תחום הפיננסיים, עובר בשנים האחרונות שינויים מקיפים, וזאת לאור שוניים במדיניות הממשלתית בתחום שהביאו לפרסום תקנות להגברת התחרות ולצמצום הריכוזיות וניגודי העניינים בשוק הון בישראל. התקנת תקנות והוראות המנוגות על הביטוח נועדו לעודד חיסכון לקצבה להקל על עמיתים לנייד את כספי החיסכון הפנסיוני שלהם בין חברות מנהלות שונות, להפחית את שיעור דמי הניהול ולהגביר את התחרות בין הגופים המוסדיים.

להלן התפלגות הכנסות תיק הביטוח של המתגרשת לשנים 2014-2016 והגידול באחוזים ביחס לכל שנה:

לוח 1 - התפלגות הכנסות הסוכנות בש"ח

שנה	הכנסות	שיעור יציבה	שיעור צמיחה
2014	56,211		1.000
2015	145,064	158.1%	2.581
2016	224,291	54.6%	3.990
ממוצע 2 שנים (CAGR) 99.8%			

מתודולוגיות של הערכת שווי

להלן תיאור תמציתי של מספר שיטות מקובלות לביצוע הערכת שווי לחברות ועסקים.

היוון תזרימי המזומנים (DCF) - על פי שיטה זו, נגזר שווי החברה מהערך הנוכחי של תזרימי המזומנים שלה, בתקופה מוגדרת בתוספת הערך הנוכחי של החברה בתום תקופת הבדיקה. הנחת היסוד שבבסיס שיטה זו הינה, שיוון החברה ופעילותה כ-"עסק חי", הממשיך בפעילותו.

שיטת המכפיל - בשיטת המכפיל מוערכת החברה על בסיס השוואה בינה לבין חברות דומות וזאת על בסיס ההנחה שחברות באותו ענף מאופיינות במכפילים וביחסים פי נכסים דומים. השוואה נעשית על בסיס היחס המחושב בין שווי השוק של החברה לבין מדד נבחר של ביצוע, בדרך כלל מדד חשבונאי. יחס זה נקרא "מכפיל". שיטות המבוססות על מכפילים השוואתיים מניחות, כי ניתן להעריך את השווי לבעלי המניות, על בסיס מכפלה של מספר מסוים, הוזה לחברות בעלות מאפיינים דומים בפרימטרים הייחודיים לחברה המוערכת. במקרה זה נבדקים הפרימטרים הייחודיים לחברה הנבנת כגון היקף המכירות שלה, הרווח הנקי, ההון העצמי וכדומה.