



# הערכת שווי של חברת כלל החזקות עסקי ביטוח 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 חברת כלל החזקות 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 יתרת 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 כאלו). נכסים עודפים הם נכסים שלא הובאו בחשבון בחישוב השווי התפעולי של החברה.

- **אומדן שווי הפעילות** במגזרי הפעילות ובתחומי הפעילות האחרים של החברה
- **היוונית ליום 31.12.2023** את הרווחים הצפויים ממגזרי הפעילות ותחומים האחרים של החברה (למעט מגזרי החיים, הפנסיה והבריאות) ואת ההכנסות מהשקעות פיננסיות בלתי מיוחסות בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות בלתי מיוחסות, במחירי ההון המשוקלל של החברה.
- **נכון ליום 31.12.2023** שווי שווי של כ- 6,534 מיליוני ש"ח, לצורך מציאת שווי החברה בחברות נוספות

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 יתרת 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 כאלו). נכסים עודפים הם נכסים שלא הובאו בחשבון בחישוב השווי התפעולי של החברה.

### טבלה 2 - דרישת סביבות

מיליוני ש"ח	תיאור
11,321	הון "כלכלי" קיים בחברת הביטוח לפי סולבנס II
-4,299	בניכוי- כתבי התחייבות נדחים המהווים הון משני ושלישוני
2,254	באזרחי: שווי מאזני של השקעות החברה בחברות אחרות
<b>9,276</b>	ס"ה
10,861	הוצאות הערכה (כמפורט בלוח 1 לעיל) בניכוי- עודף עתידית של עסקי ביטוח חיים, פנסיה ובריאות
-1,339	ס"ה
<b>9,527</b>	ס"ה

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

- **אומדן שווי אחזקות החברה בחברות נוספות**
- שווי ההשקעה של החברה בחברות כלולות, נכון ליום 31.12.2023 היה כ- 1,340 מיליוני ש"ח.

**הערכת בשיטת היוון תזרימי המזומנים**  
הערכת שווי זו נקטיב בגישת ה- DCF לפיה:

- (1) בשלב ראשון, הערכת שווי עסקי ביטוח החיים הפנסיה והבריאות, שווי עסקי הביטוח הכללי, 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 מכתבי התחייבות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב. לשווי התפעולי שחושב בשלב הראשון הוספת את השווי המאזני של השקעות החברה בחברות אחרות.
- (2) משווי המצרפי שחושב בשלב השני השלבים האישונים גרעתי את סכום ההתחייבויות הפיננסיות (למעט כתיב התחייבות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב).
- (3) וההתחייבויות האחרות של החברה ליום 31 בדצמבר 2023.

- **נכסים פיננסיים**
- נכון ליום 31.12.2023, נכללו במאזן ה"סולו" של החברה נכסים פיננסיים "פנוניים" (שאינם מיוחסים למגזרי הפעילות) בסכום כולל של כ- 99 מיליוני ש"ח.
- הוספתי לסכום הערכה את יתרת הנכסים הפיננסיים הפנוניים – סכום של כ- 99 מיליוני ש"ח, כאמור לעיל.

- (1) 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 מכתבי התחייבות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב. לשווי התפעולי שחושב בשלב הראשון הוספת את השווי המאזני של השקעות החברה בחברות אחרות.
- (2) משווי המצרפי שחושב בשלב השני השלבים האישונים גרעתי את סכום ההתחייבויות הפיננסיות (למעט כתיב התחייבות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב).
- (3) וההתחייבויות האחרות של החברה ליום 31 בדצמבר 2023.

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

- **שווי השוק של החברה, נכון ליום 31.12.2023, היה 4,623 מיליוני ש"ח.** סכום זה נמוך בכ- 57.4% מהשווי ההוגן של החברה המתקבל מגישת DCF בסך של כ- 10,861 מיליוני ש"ח.
- המומד פרופ' Aswath Damodaran, הנחשב כיום לאחד מברי המסמך הבולטים והמפוסטים 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 הסיבות לפער מונה Damodaran בעיות של חוסר במידע, נזילות, ומשטר תאגידי.

- **ההתחייבויות פיננסיות**
- ההתחייבויות הכספיות של החברה, נכון ליום 31.12.2023, שאותן גרעתי מסכום הערכה, לפי ערךן ההתחייבויותי הסתכמו בכ- 3,490 מיליוני ש"ח.

- (2) משווי המצרפי שחושב בשלב השני השלבים האישונים גרעתי את סכום ההתחייבויות הפיננסיות (למעט כתיב התחייבות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב).
- (3) וההתחייבויות האחרות של החברה ליום 31 בדצמבר 2023.

### הערכת בשיטת היוון תזרימי המזומנים

- בלוח 1 בהמשך מוצג סיכום ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים. **ההערכה מצביעה על שווי הון לחברה של כ- 10,861 מיליוני ש"ח. נכון ליום 31.12.2023, סכום זה מהווה כ- 126.6% מהשווי המאזני של ההון המיוחס לבעלי מניות החברה.**

- **ההתחייבויות אחרות**
- גרעתי מסכום הערכה את סכום ההתחייבות האחרות של החברה (בשל הטבות לעובדים, זכאים אחרים ומיסים שוטפים) בסכום כולל של 394 מיליוני ש"ח.

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

- הערכת שווי הפעילות בתחומי פעילות אלו, מחייבת הצבת מספר רב של תנאים, הנגזרים מהפוליטות השונות שהתנהקה החברה בעבר, הנהחת אקטואריות דמוגרפיות וכלכליות, ותחזיות לתזרימי המזומנים הצפויים לאורך תקופות ארוכות במיוחד.
- אומדן שווי תיקי הביטוח הקיימים של החברה, נכון ליום 31.12.2023 נאמד בכ- 5,970 מיליוני ש"ח, כערך הנוכחי של הרווחים העתידיים בתיקי ביטוח החיים הבריאות והפנסיה) מהווה 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 היתרונות והפדיונות, בעיקר בעסקי ביטוח חיים).

- **נכון ל- 31.12.2023**, כל חברות הביטוח בישראל, למעט אי.די.איי ביטוח וליברה, נסחרו מתחת להון העצמי שלהן. לדעת מומחים, בטווח הארוך מצב זה אינו סיביר וזאת מכיוון שבהתאם לכללי חשבונאות, במאזניהן של חברות הביטוח אל כלכליים נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין שממחו בחברה. לכן, צפוי היה שההון העצמי של חברות הביטוח יהווה סוג של "מחיר רצפה" לשוויין הכלכלי.

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

- אומדן שווי עסקי הביטוח (חיים, בריאות ופנסיה של החברה) העתידיים של החברה, נכון ליום 31.12.2023 נאמד בכ- 1,339 מיליוני ש"ח, כערך הנוכחי של החדשים העתידיים הצפויים לחברה בתחומי פעילות אלו, מהווה 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 היתרונות והפדיונות, בעיקר בעסקי ביטוח חיים).

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

- למיט הבנתי, כל קונה סביר ייתן דעתו להפסדים אפשריים בגין תביעות אלו, וידרוש התאמת מחיר ו/או הסדרי שיפור.
- לפיכך, מצאתי לנכון לכלול בהערכה הפרשה מיוחדת בסכום של 537 מיליוני ש"ח (לאחר מס), בגין תביעות תלויות אלו ובגין השלמה לעתודות הביטוח בגין שינויים אקטואריים נוספים שיתכן ויידרושו בעתיד בעקבות שינויים רגולטוריים.

- אומדן שווי עסקי הביטוח (חיים, בריאות ופנסיה של החברה) העתידיים של החברה, נכון ליום 31.12.2023 נאמד בכ- 1,339 מיליוני ש"ח, כערך הנוכחי של החדשים העתידיים הצפויים לחברה בתחומי פעילות אלו, מהווה 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 היתרונות והפדיונות, בעיקר בעסקי ביטוח חיים) וממוכלל במכפיל שווי של 5 לערך העסקים החדשים (Value of new Business).

- ענף הביטוח מושפע באופן ניכר משוק ההון. התנדודות שחלו בשוק זה בשנים האחרונות השפיעו על רווחיות חברות הביטוח ולכן הקשו על השוק לתמחרן.

- **סיכום ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים**
- בלוח 1 בהמשך מוצג סיכום ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים. **ההערכה מצביעה על שווי הון לחברה של כ- 10,861 מיליוני ש"ח. נכון ליום 31.12.2023, סכום זה מהווה כ- 126.6% מהשווי המאזני של ההון המיוחס לבעלי מניות החברה.**

- **לפיכך, אומדן השווי של עסקי ביטוח החיים, הבריאות והפנסיה של החברה, נכון ליום 31.12.2023 מסתכם בכ- 7,309 מיליוני ש"ח.**

- **לאור המסקנה העולה מהאומדן לעיל בנוגע למחורין בסחר של חברות הביטוח, הרי שניתן "להתעלם" ממחירי מניות החברה בבורסה, ולראות בנתון על ההון העצמי המיוחס לבעלי מניות החברה בספרי החברה נכון ל- 31.12.23 (8,581 מיליוני ש"ח), כאינדיקציה משמעותית יותר לשווי החברה.**

### טבלה 1 - סיכום ההערכה בשיטת ה- DCF

מיליוני ש"ח	תיאור
7,309	מגזר ביטוח החיים
6,534	מגזרי פעילות נוספים
1,340	שווי חברות מוחזקות
99	נכסים פיננסיים
-3,490	התחייבויות פיננסיות
-394	התחייבויות אחרות
-537	הפרשה מיוחדת
<b>10,861</b>	ס"ה
<b>100.00%</b>	אחוז מהון החברה
<b>10,861</b>	שווייה ההוגן של החברה

### בדיקת סבירות

- "ההון הכלכלי" של החברה כפי שהוא מוחשב לעניין כושר פירעון (SCR), היה נכון ליום 31.12.2023 היה כ- 11,321 מיליוני ש"ח. למיט הבנתי, **סכום זה (בכפוף להתאמות הנדרשות שתפורטנה בהמשך) יכול להיות אינדיקציה משמעותית לשווייה ההוגן של החברה.**
- ההון הכלכלי המחושב כולל גם כתיב התחייבות נדחים המהווים הון משני ושלישוני מורכב. יתרת כתיב ההתחייבות הנדחים ליום 31.12.2023, הייתה כ- 4,299 מיליוני ש"ח. לפיכך, לצורך אומדן השווי ההוגן של החברה, יש לגרוע סכום זה מסכום ההון הכלכלי המחושב.