



הערכת שווי של חברת מנורה מבטחים 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 מנורה מבטחים החזקות ליום ה- 31 בדצמבר 2023 ע"ב מודל ה- DCF.

- לסכומים אלו, יש להוסיף את עודף חלק בעלי מניות החברה בהון החברה על יתרת חלק בעלי מניות החברה בהון חברה הביטוח – סכום של כ- 965 מיליוני ₪. צירוף שלושת הסכומים הנ"ל מלמד על שווי של כ- 5,266 מיליוני ₪, כמפורט בלוח 2 בהמשך.
- כיוון שההון הכלכלי הממושג אינו כולל את שווי העסקים החדשים בביטוחי חיים בריאות ופנסיה, יש לגרוע, לצורך ההשוואה, את הסכום של 721 מיליוני ₪ שיוחס בהערכה לשווי העסקים החדשים מסכום ההערכה. הסכום המתואם לצורך ההשוואה יהיה כ- 5,932 מיליוני ₪ (כ- 112.6% מסכום ההון הכלכלי המתואם) וכמפורט בלוח 2 להלן:

לוח 2 - בדיקת סביבות

מיליוני ₪	תיאור
6,935	הון "כלכלי" קיים בחברת הביטוח לפי סולבנס II
-2,634	בניסוי - כתבי החתיבות נדחים המהווים הון משני שלישוני
965	בצירוף: שווי מאזני של השקעות החברה בחברות אחרות
5,266	סה"כ
6,653	תוצאת ההערכה (כמפורט בלוח 1 לעיל)
-721	בניסוי - ערך עשיתי של עסקי ביטוח חיים, פנסיה ובריאות
5,932	סה"כ

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

התייחסות לפער שבין שווי השוק של החברה לתוצאת ההערכה של החברה

- **שווי השוק של החברה, נכון ליום 31.12.2023, היה 5,775 מיליוני ₪.** סכום זה נמוך בכ- 13.2% מהשווי ההוגן של החברה המתקבל מגישת DCF סדך של כ- 6,653 מיליוני ₪.
- המומד פרופ' Aswath Damodaran, הנחשב כיום לאחד מבני הסמכה הבולטים והמומנטים ביותר בתחום הערכות השווי, עמד על ההבדל שבין "הערך" ה- Intrinsic Value לבין המחיר המצוטט בבורסה - Price Versus Value. הפער בין המחיר לערך יכול להיות ל"שני 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 דינאים 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 דן 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.איי ביטוח וליבריה, נסחרו מתחת להון העצמי שלהן. לדעת מומחים, בטווח הארוך מצב זה אינו סביר וזאת מכיוון שבמחאתם 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 התבצעו שינויים רגולטוריים רבים בענף הביטוח, אשר בעקבותיהם עלתה רמת אי הודאות בתחום וכן הסיכויים לקבלת דיבידנדים על ההשקעה בחברות ביטוח אינם ברורים אף הם.
- עלף הביטוח מושפע באופן ניכר משוק ההון. התנדדות שחלו בשוק זה בשנים האחרונות השפיעו על רווחיות חברות הביטוח ולכן הקשו על השוק לתמחורן.

- **לאור המסקנה העולה מהאמור לעיל בנוגע לתמחורן בחסר של חברות הביטוח, הרי שיש להתייחס "להתעלם" ממחירי מניות החברה בבורסה, ולראות בנתון על ההון העצמי מיוחס לבני מניות החברה בספרי החברה נכון ל- 31.12.2023 (6,431 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 ההון המשוקלל של החברה.
- נכון ליום 31.12.2023, שווי זה של כ- 3,519 מיליוני ₪, תואם ל- 57.4% מ- 6,193 מיליוני ₪.

אומדן שווי אחזקות החברה בחברות נוספות

- שווי ההשקעה של החברה בחברות כלולות, נכון ליום 31.12.2023 היה כ- 574 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- 66 מיליוני ₪.
- הוספתי לסכום ההערכה את יתרת הנכסים הפיננסיים הפנויים – סכום של כ- 66 מיליוני ₪, כאמור לעיל.

ההתייבויות פיננסיות

- ההתייבויות הכספיות של החברה, נכון ליום 31.12.2023, שאותן גרעתי מסכום ההערכה, לפי ערךן ההתייבויות הסתכמו בכ- 1,061 מיליוני ₪.

ההתייבויות אחרות

- גרעתי מסכום ההערכה את סכום ההתייבויות האחרות של החברה (בשל הטבות לעובדים, זכאים אחרים ומיסים שוטפים) בסכום כולל של 161 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 על 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 220 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- 6,653 מיליוני ₪. נכון ליום 31.12.2023, סכום זה מהווה כ- 103.5% מהשווי המאזני של ההון המיוחס לבעלי מניות החברה.**

לוח 1 - סיכום ההערכה בשיטת ה- DCF

מיליוני ₪	תיאור
3,936	מגזר ביטוח חיים
3,519	מגזרי פעילות נוספים
574	שווי חברות מחזקות
66	נכסים פיננסיים
-1,061	ההתייבויות פיננסיות
-161	ההתייבויות אחרות
-220	הפרשה מיוחדת
6,653	סה"כ
	אזון מהון החברה
100.00%	
6,653	שווייה ההוגן של החברה

בדיקת סביבות

- "ההון הכלכלי" של החברה כפי שהוא ממושג לעניין כושר פירעון (SCR), היה נכון ליום 31.12.2023 היה כ- 6,935 מיליוני ₪. למיט הבנתי, **סכום זה בכפוף להתאמת הנדרשות המפורטות בהמשך) יכול להיות אינדיקציה משמעותית לשווייה ההוגן של החברה.**
- ההון הכלכלי הממושג כולל גם כתבי התייבויות נדחים המהווים הון משני ושלישוני מורכב. יתרת כתבי התייבויות הנדחים ליום 31.12.2023, הייתה כ- 2,634 מיליוני ₪. לפיכך, לצורך אומדן השווי ההוגן של החברה, יש לגרוע סכום זה מסכום ההון הכלכלי הממושג.

כללי
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 המהוון 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 התייבויות הפיננסיות נטו (ולחוסף את שווי הנכסים העודפים, ככל שקיימים כאלו). נכסים עודפים הנם נכסים שלא הובאו בחשבון בחישוב השווי התפעולי של החברה.

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 המהוון 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 התייבויות הפיננסיות נטו (ולחוסף את שווי הנכסים העודפים, ככל שקיימים כאלו). נכסים עודפים הנם נכסים שלא הובאו בחשבון בחישוב השווי התפעולי של החברה.

ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים

- 1) בלבד ראשון, הערכתי את 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 התייבויות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב.
- 2) לשווי התפעולי שחושב בלבד הראשון הוספתי את השווי המאזני של השקעות החברה בחברות אחרות.
- 3) משווי המצרפי שחושב בלבד הראשון השלבים האחרונים גרעתי את סכום ההתייבויות הפיננסיות (למעט כתבי התייבויות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב).
- 4) וההתייבויות האחרות של החברה ליום 31 בדצמבר 2023.

- לצורך יישום גישת ה- DCF חילקתי את תקופת התחזית לשתי תקופות:
 - א. תקופת 2024 – 2028 ("תקופת התחזית הקרובה") – לגביה ערכה תחזית רווחים מפורטת;
 - ב. שנת 2029 ואילך, שלגביה הצבתי "תזרימי מייצג" (הנגזר מרווחי החברה בתקופת התחזית הקרובה).

הערכת שווי עסקי ביטוח חיים, הפנסיה והבריאות של החברה

- הערכת שווי הפעילות בתחומי פעילות אלו, מחייבת הצבת מספר רב של תנונים, הנתונים מהפוליטיות השונות שהנפיקה החברה בעבר, הנהלת אקטוארית דמוגרפיות וכלכליות, ותחזיות לתזרימי המזומנים הצפויים לאורך תקופות ארוכות במיוחד.
- אומדן שווי תיקי הביטוח הקיימים של החברה, נכון ליום 31.12.2023 אינו ניקמ בכ- 3,215 מיליוני ₪, כערך הנוכחי של הרווחים העתידיים בתיקי ביטוח חיים 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- 721 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) ומכופל במכפיל 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- 3,936 מיליוני ₪.