



דוגמא להערכת שווי חברת ביטוח בשיטת מכפיל הערך הגלום (יחס ה-MV ל-EV)

האקטואר רועי פולניצר מציג הערכת שווי של חברת ביטוח באמצעות מודל מכפיל ה-MV/EV מבוסס ערך גלום.

ה-MV/EV הממוצע הענפי בתור מכפיל ראוי. בשלב השני, כערך גלום יציג לקחתי את אומדן ה-EV של חברת כלל ל-31.12.2024 אשר חושב על ידי כדלקמן:

חישוב שווי הערך הגלום (EV) של כלל (31.12.2024)	
במיליוני ₪	
חישוב שווי הון עצמי מוחשי:	
הון עצמי של כלל עסקי ביטוח	9,540
התאמות	-554
סה"כ הון עצמי מוחשי	8,986
הוספת שווי ה-VIF:	
שווי תיק בתוקף	19,936
סה"כ שווי הערך הגלום (EV)	28,922

בשלב השלישי, ביצעתי חישוב לשווי ההון העצמי של חברת כלל ל-31.12.2024 על ידי הכפלת הערך הגלום היציג של חברת כלל במכפיל ה-MV/EV ראוי.

28,922
×
0.30
=
8,734

אומר מראש, אני בטוח ברמת ביטחון של 95% בשווי החברה של 8,734 מיליון ₪ עבור כלל ביטוח נכון ל-31.12.2024. יחד עם זאת במסגרת טעויות אמידה ומדידה אפשריות (ויתכן שישנם כאלה) ובהתחשב מצבה הכלכלי של החברה, אני מעריך את שווייה של החברה ל-31.12.2024 בתחום שבין 8.5-8.9 מיליארדי ₪ (±2.3% סביב תוחלת השווי).

8,531	שווי	8,937
מיליוני ש"ח	החברה	מיליוני ש"ח

האקטואר רועי פולניצר הוא הבעלים של פירמת הערכות השווי "שווי פנימי", מכהן כיו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, בעל BA במנהל עסקים ותואר MBA תואר בכלכלה (שניהם בהצטיינות ועם התמחות בהערכות שווי ואקטואריה) מאוניברסיטת בן-גוריון, בעל הסמכת מעריך שווי מימון תאגידי (CFV) מטעם הלשכה, מחזיק במעמד המקצועי הגבוה ("Fellow") בכמה איגודים אקטואריים מוכרים (לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, האיגוד הישראלי לאקטוארים, האיגוד העולמי לאקטוארים ועוד) וחבר באגודה הבין-לאומית לאקטוארים (PRMIA).

היתרונות המשמעותיים לשימוש במדד ה-EV הם שהוא נחשב למקובל בכל העולם ומותאם באופן ספציפי לשוק הביטוח החיים, הוא כולל בתוכו תחזית פנימית של החברה ועל כן הוא משקף ציפיות לעתיד הכוללות מידע מקיף ומהימן ובנוסף ניתן לבצע עליו ניתוחי רגישות פשוטים אשר אף מתפרסמים על ידי חברות הביטוח עצמן. מאידך, חסרונותיו של מדד ה-EV הם שבפועל מחירי השוק של חברות הביטוח אינם משקפים את תוצאות דוחות הערך הגלום של החברות, המודל המיושם בארץ כולל נתונים מאזניים ותחזיות אקטואריות המקשים על בחינתו הפשוטה, נתון ה-EV מתפרסם אחת לשנה בלבד ואינו מייצג ערך ריאלי עכשווי במרבית נקודות הזמן.

במאמר זה אציג הערכת שווי לחברת כלל עסקי ביטוח ליום 31.12.2024 באמצעות שיטת מכפיל ה-MV/EV הממוצע בענף לאורך שנים. מאחר וחברות הביטוח בישראל כבר לא מפרסמות את ה-EV שלהן, נעזרתי במודלים מתמטיים וסטטיסטיים לניבוי מדד ה-EV של חברת ביטוח, שפיתח האקטואר רועי פולניצר. בתחום אקטואריית הביטוח הכללי דווקא, המבוסס ברובו על שיטות אקטואריות/סטטיסטיות להבדיל ממודלים מימוניים, מקובל לצרף מספר מדדים ביחד למודל סטטיסטי המבוסס על רגרסיה מרובת משתנים כדי לסייע בניבוי מדדים פיננסיים ותפעוליים. בשנת 2018 האקטואר רועי פולניצר פרסם מאמר שבו הוא אמד את מדדי ה-ANW, ה-VIF וה-VIF של חברות הביטוח בישראל, על בסיס מודלים אקטואריים שהוא בנה עבור כל חברת ביטוח.

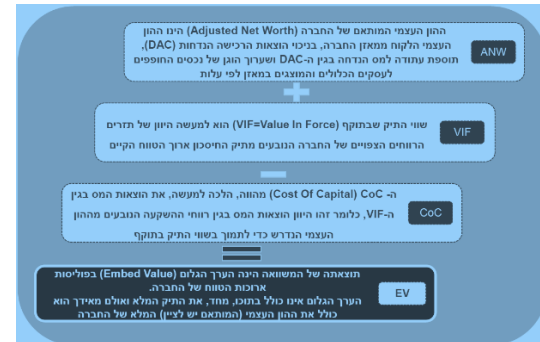
בשלב הראשון, חישבתי את המכפילים הממוצעים של 5 חברות הביטוח הגדולות בענף ביטוח החיים על פי מדגם מייצג של 5 שנים, כאשר בכל שנה חילקתי את שווי השוק של החברה הנבדקת בסוף השנה באומדן ה-EV שלה הנכון לסוף אותה השנה, אשר התקבל מהרצת המודלים האקטואריים של האקטואר פולניצר.

מכפיל ה-MV/EV ממוצע בחמש השנים האחרונות (2020-2024)	
הפניקס	0.61
הראל	0.26
מנורה	0.23
מגדל	0.21
כלל	0.20
ממוצע ענפי	0.30

הנחת העבודה שלי היא שמכפיל ה-MV/EV של כלל יתיישר, לכל הפחות, לממוצע הענפי ולכן בחרתי במכפיל ה-

ב. ענף ביטוח החיים-הפנסיה והבריאות (פוליסות ארוכות טווח) מקובל לבחון חברות על פי מדד הנקרא הערך הגלום (Embedded Value). בין מאי 2008 למאי 2017 חברות הביטוח בישראל נהגו לפרסם אחת לשנה בדוח הרבעון הראשון שלהן את הערך הגלום בפוליסות ארוכות הטווח שלהן, לשנה שנסתיימה ברבעון הקודם.

הערך הגלום מהווה מדד להערכת שווי של חברות הביטוח, ועל מקובל לעשות שימוש ביחס ערך השוק (Market Value- Embedded Value) לעומת הערך הגלום (Embedded Value- EV). ישנה קורלציה גבוהה בין מדד ה-EV של חברות הביטוח בישראל לבין שווי השוק שלהן בבורסה, לאורך השנים. כאמור מכפיל ה-MV/EV מהווה שיטה עולמית מקובלת להערכת שווי של חברות ביטוח. להלן תרשים המסביר כיצד בונים את מדד ה-EV של חברת ביטוח:



מדד ה-EV איננו חף מביקורת וניכרת בו בעיות רבה:

- היעדר שמרנות**- חישוב ה-EV נעשה בהתאם לתוצאותיה של החברה, ובהתבסס על צפי לעתיד. החישוב איננו לוקח בחשבון מקדמי שמרנות ולכן הוא מתמחר "תסריט אופטימי" של ביצועי החברה בעתיד אשר מהם נגזר שווייה או הערך הגלום בה.
- סיכונים ברי גידור**- בחישוב ה-EV נעשה שימוש בריבית חסרת סיכון, וזאת לאור ההנחה לפיה המשקיעים יכולים לגדר את סיכוניהם בדרכים שונות ובכך לבטל את הסיכון. הנחה זו הינה בעייתית שהרי ספק אם אכן ביכולתם של המשקיעים לגדר את עצמם.
- ציפיות לעתיד**- למרות שחישוב ה-EV כולל בתוכו תזרים הון עתידי, החישוב איננו לוקח בחשבון שינויים במצב החברות אשר טרם באו לידי ביטוי תוצאתי בשטח.
- רגולציה**- ה-EV איננו מתחשב במרכיבים שונים המשפיעים מאוד על השוק כגון החשש מרגולציה עתידית שתשפיע על רווחי החברה.