



הערכת שווי של כלל החזקות סוכנויות (1998) בע"מ נכון ל-31.12.2023 באמצעות מודל ה-DCF

האקטואר **רועי פולניצר** העריך את שווי פעילות סוכנויות הביטוח של כלל ליום ה-31 בדצמבר 2023 ע"ב מודל ה-DCF.

ביקורת סבירה

- שאלת השאלות, שכל מעריך שווי רציני שואל את עצמו בתום הערכת השווי היא האם התוצאה שלי היא סבירה או לא.
- הדרך המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית להערכת שווי חברות הפעילות כקסק חי, הינה גישת היוון תזרימי המזומנים העתידיים – (DCF – Discounted Cash Flows), כאמור. עם זאת, בשל אי הוודאות הגבוהה בחיזוי תזרימי המזומנים בהערכות על בסיס מתודולוגיות הערכה נוספות, ובכלל זה בשיטת המכפיל.
- לכן, הערכת את שווייה של החברה באמצעות מכפיל רווחיות על הרווח הנקי הצפוי בגין פעילות סוכנויות הביטוח של כלל.
- שיטת המכפיל ישימה לשם קבלת אומדן שווי פעילות לשינוי המועד, אך אינה מהווה שיטת אמידה מדויקת. יתרונה העיקרי של השיטה הינו פשוטה ומהירה ביחס לשיטות אחרות. חסרונה העיקרי הוא אי התחשבות באפשרות בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על השווי.
- פעילות סוכנויות הביטוח מרוכזת בקבוצת כלל כאמור תחת החברה. מוצגת זו מוצגת בביאור המגורים של החברה במסגרת מגזר "אחר".
- תחילה חישבתי תזרימי מייצג (לפני מס) של מגזר פעילות סוכנויות הביטוח כממוצע הרווח לפני מס של מגזר זה בשנים 2018 – 2023. תזרימי מייצג זה לפני מס נאמד על ידי בכ-34 מיליון ש"ח. שיעור המס הרלוונטי למוסד כספי עומד נכון למועד הערכת השווי על 34.19%, כך שהרווח השנתי המייצג לאחר מס הנובע לכלל מפעילות הסוכנויות נאמד על ידי בכ-22 מיליון ש"ח.
- על מנת לקבל את מכפיל הרווח הנקי לקחתי את את מחיר הון הסופי של החברה (15.5%) וחילצתי את ההופכי שלו לשם קבלת מכפיל בנייני על 6.45 (= 1/0.155). על מנת לקבל את מכפיל הרווח הנקי הוספתי מכפיל בנייני זה וחספתי את 20% (מקובל בקרב מעריכי שווי בארה"ב בית המעבר בין ההופכי של ה-CAPM למכפיל הרווח הנקי) ולכן קיבלתי מכפיל רווח נקי שופי של 7.74 (= 6.45 * 1.2).
- מכפיל הרווח הנקי המייצג של פעילות סוכנויות הביטוח (22 מיליון ש"ח במקרה דנן שלפניו) במכפיל הרווח הנקי הסופי (7.74 במקרה דנן שלפניו) קיבלתי שווי פעילות סוכנויות הביטוח של כלל נאמד בכ-173 מיליון ש"ח, כמפורט בטבלה 5 בהמשך.

טבלה 5 – ביטוח סוכנויות (במיליון ש"ח)

תחום	18'	19'	20'	21'	22'	23'	ממוצע
רווח לפני מס	21	13	29	52	45	44	34
תזרימי המזומנים מייצג לפני מס	34						34
שיעור המס הרלוונטי למוסד כספי	34.19%						34.19%
רווח מייצג של פעילות סוכנויות הביטוח	22						22
מחיר הון העצמי הסופי של החברה	15.50%						15.50%
ההופכי של מחיר הון העצמי	6.45						6.45
חספס מקובלת מעל להופכי של מחיר הון העצמי	20.00%						20.00%
מכפיל רווח נקי ראוי	7.74						7.74
שווי פעילות סוכנויות הביטוח של כלל	173						173

- הסכום שהתקבל משיטת המכפיל כ-173 מיליון ש"ח מהווה כ-97.8% מהסכום שהתקבל בשיטת ה-DCF.

לסיכום

- הערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים מצביעה על שווי לחברה של כ-177 מיליון ש"ח נכון ליום 31 בדצמבר 2023.
- כאינדיקציה לסבירות הערכת השווי בהנתי את סבירות תוצאת עבודתי על בסיס שיטת המכפיל. הסטייה בין השווי המתקבל בשיטת ה-DCF (177 מיליון ש"ח) לבין השווי על בסיס שיטת המכפיל (173 מיליון ש"ח) נמצאה על ידי כסבירה (2.2%).

אודות האקטואר

למד ובחן בקורסים באקטואריה באוניברסיטת בן-גוריון, באוניברסיטת חיפה ובאוניברסיטת אריאל בשומרון ובמכללת ג'ון ברייס; עורך חוות דעת אקטואריות משנת 2006 ומייצג בכל תחומי האקטואריה (ביטוח חיים ופנסיה, ביטוח כללי ואקטואריה פיננסית); פרסם מאות מאמרים בעברית ובאנגלית בתחומי האקטואריה; ייעץ בעבר לחברות ביטוח וליחידים באקטואריה; פיתח מודלים, פונקציות ומשוואות קירוב בתחומי האקטואריה; מייסד ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל ("הלשכה"); הוסמך כאקטואר ע"י הלשכה; ייסד את התוכנית ללימודי תעודה באקטואריה וניהול סיכונים באוניברסיטת בן-גוריון; לימד בעבר וגם מלמד בהווה בקורסים והשתלמויות מקצועיות של הלשכה בתחומי האקטואריה; הוביל והשתתף בכתיבת גילויי הדעת של הלשכה בתחומי האקטואריה; פיתח את תוכנית ההסמכה של הלשכה בתחומי האקטואריה; ממסמך אקטוארים בישראל משנת 2015; מתמנה מעת לעת ע"י בתי משפט ובתי דין כאקטואר וככלכלן מוסמך.

- פרמיית הסיכון המקובלת בשוק הון בישראל הנה כ-5.63%, בהתאם לתזרימי שפרסמו באתר של Damodaran נכון לתחילת שנת 2024.
- תזרימי אלה גוזרים לפי נוסחת CAPM, מחיר הון של כ-13.13% (= 1.557 * 5.63% + 4.37%).
- מצאתי לנכון, לצורך אומדן שווי פעילות החברה, להוסיף למחיר הון שמצאתי גם פרמיית סיכון נוספת של 2.33%. פרמה זו משקפת גם את הסיכונים הרגולטוריים הנובעים מפעילות בשוק מפותח, ומסיכונים נוספים.
- מחיר הון הסופי כולל פרמיית סיכון הינו כ-15.46% (= 2.33% + 13.13%) ובקירוב-15.5%.

הרווחים הצפויים של החברה

- חלק החברה ברווח לאחר מס חברות המוחזקות על ידה הסתכם בשנת 2023 בכ-23 מיליון ש"ח. בשנת 2022 הסתכם חלקה של החברה ברווח החברות הנייל בכ-28.7 מיליון ש"ח, לעומת סכום של בכ-25.9 מיליון ש"ח בשנת 2021.
- להערכת, רווחיות החברה תושפע בעתיד מהגורמים הבאים:
 - עליה בהיקף ההכנסות מעמלות ממכירת מוצרי פנסיה חלף מוצרי ביטוח מנהלים, ובשל שינויים רגולטוריים המאפשרות לסוכנויות לגבות דמי טיפול מהמעסקים.
 - העמקת השימוש באינטרנט שתביא לפגיעה בהכנסות מעמלות;
 - מיקוד מאמצעי סוכנויות הביטוח לשיוק פוליסות ביטוח לסיכון בלבד, ופוליסות השקעה.
- תוך איזון בין שיקולים אלו, הנחתי כי סכום הרווח של החברה יגדל לאורך תקופת התחזית, בשיעור נומינלי שנתי של 2%.
- בלוח 2 חלחן מוצגת התחזית לרווחי החברה:

לוח 2 – תחזית לרווח (לאחר מס) של החברה (במיליון ש"ח)

החלק ברווחי הסוכנויות	2022	2023	2024	2025	2026	2027
בפועל	29	23	23	24	24	25
תחזית						

הנחת שיעור הגידול של התזרימי השיורי

- הנחתי כי התזרימי השיורי שיושג משנת 2028 ואילך יגדל בשיעור שנתי נומינלי של 1.0% מדי שנה. בשים לב לשיעורי האינפלציה החזויים כיום, הנחה זו אינה צופה צמיחה ריאלי של הרווחים משנת 2028 ואילך.

סיכום ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים

- בלוח 3 בהמשך, מוצגים הרווחים הצפויים מפעילות החברה, כשחם מהוונים ליום 31.12.2023.
- תוצאת היוון מצביעה על שווי של כ-177 מיליון ש"ח, נכון ליום 31.12.2023.

לוח 3 – אומדן שווי החברה (במיליון ש"ח)

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
בפועל	29	23	23	24	24	25	25
תחזית							
החלק לאחר מס	23	23	23	24	24	25	25
מקדם היוון	0.930	0.806	0.806	0.698	0.604	4.165	
סכום מרווח	22	19	19	17	15	104	
סה"כ							177

- א. היוון לפי שיעור של 15.5%
- ב. חישוב התזרימי השיורי הונח שיעור צמיחה של 1.0% (נומינלי).

ניתוח רגישות

- ערכתי ניתוח של רגישות תוצאות הערכה לשינויים של 0.5% בשיעור היוון (בטוח שבין 14.5% ל-16.5%), ולשינויים של 0.5% בשיעור הצמיחה של התזרימי השיורי (בטוח שבין 0.0% ל-2.0%).
- תוצאות ניתוח הרגישות מוצגות בלוח 4 להלן:

לוח 4 – ניתוח רגישות של שווי החברה (במיליון ש"ח)

שיעור הצמיחה	שיעור היוון	14.50%	15.50%	16.00%	16.50%
0.00%	181	170	165	160	160
0.50%	185	176	173	168	163
1.00%	189	183	177	171	166
1.50%	194	187	181	175	169
2.00%	198	191	185	178	173

אקטואר מוסמך (F.I.L.A.V.F.A.) המתמחה בהערכת שווי תיקי ביטוח, סוכנויות ביטוח וחברות ביטוח עניין אותי לבדוק כמה שווה חברת כלל החזקות סוכנויות (1998) בע"מ ("החברה"). אז עליתי לדוחות הכספיים של חברת כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (חברת האם) והחלטתי לחלץ משם נתונים שיישעו בידי להעריך את שווייה של החברה נכון ל-31 בדצמבר 2023 ("יועד הערכת השווי").

כללי

כלל ביטוח מחזיקה במספר סוכנויות ביטוח משמעותיות המאוגדות מחוץ לחברת כלל החזקות סוכנויות (1998) בע"מ, כמפורט בלוח 1 להלן:

לוח 1 – סוכנויות ביטוח בחחוקת החברה

סוכנויות הביטוח המרכזיות שבשליטת חברת הביטוח
תמורה*
בטח תרון
יכול ודין שמונה לתמורה

מתודולוגיה

- ככלל, קיימות מספר שיטות להערכת שווי חברות ועסקים. מטבע הדברים, לכל שיטה יתרונות וחסרונות, ויש לנקוט בה בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציה המערך ומטרותיה.
- הגישה המקובלת 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 מהווה של תזרימי המזומנים הנופשים הבלתי ממונים מבטא את השווי התפעולי של החברה (enterprise value). לצורך מציאת שווי הון העצמי יש להפחית משווי הפעילות את סכום התחייבויות הפיננסיות נטו (ולוהוסיף את שווי הנכסים העודפים, ככל שקיימים כאלו).
- בהערכת שווי זו נקטתי בגישת ה-DCF לפיה, אמדתי את שווי פעילות החברה לפי שיטת ה-DCF. לצורך יישום גישת ה-DCF חילקתי את תקופת התחזית לשתי תקופות:
 - התקופה 2024 – 2027 ("תקופת התחזית הקרובה") – לגביה נערכה תחזית רווחים מפורטת;
 - שנת 2028 ואילך, שלגביה הצבתי "תזרימי מייצג" (הנזר מרווחי החברה בתקופת התחזית הקרובה).

שיעור היוון

- הנחתי כי פעילות החברה תמומן כולה בהון עצמי ולפיכך אמדתי את מחיר הון העצמי של החברה בעזרת מודל ה-CAPM (Capital Asset Pricing Model) לפיו:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$
- כאשר:
 - Ke – מחיר הון העצמי;
 - Rf – שיעור הריבית חסרת הסיכון;
 - Rm - Rf – פרמיית הסיכון של השוק;
 - β – מקדם הסיכון השיטתי (הביתא) – היחס בין מכפלת סטיית התקן של תשואות המניה במקדם המתאם (קרי, בקורלציה שבין רמת הסיכון של המניה לבין רמת הסיכון של תיק השוק) לבין סטיית התקן של תשואות תיק השוק. מקדם זה מבטא את מידת ה"נגימיות" של תשואת המניה לשינוי של 1% בתשואות תיק השוק.
- שיעור התשואה הנומינלי על נכסים חסרי סיכון לטווח של 12 שנים, נגזר מפרסומי "שווי פנימי" (גורם מצטט מוכר בישראל), אשר בסוף חודש דצמבר 2023 נאמד בכ-4.37%.
- חברה ציבורית מחושבת הבינת על פי רגסיות מול תשואות תיק השוק (בחישוב שבו) כמשתנה מסביר, ביחס לתשואות המניה (בחישוב שבו) כמשתנה מוסבר, בשתיים שקדמו למועד הערכת השווי. מכיוון שמניית החברה אינה נסחרת, אומדתי את הביתא של מניית כלל החזקות עסקי ביטוח אשר החברה נמצאת בבעלותה ובשליטתה. מקדם הסיכון השיטתי של כלל הינו כ-1.557 והוא חושב על בסיס 104 תצפיות שבועיות של תשואות מניית כלל בשנתיים שהסתיימו ביום 31 בדצמבר 2023 ביחס לתשואות מדד תל-אביב 125.