



קביעת שווי לסוכנות ביטוח – קביעת שווי ההון העצמי המוחשי / מאמר מס' 6 בסדרה

מאת: רועי פולניצר

במאמר הקודם דנו במספר גישות לקביעת שווי סך ההון המושקע (להלן - "TIC") של סוכנות ביטוח. קבענו את שווי סך ההון המושקע של סוכנות הביטוח הדימיונית שלנו כהן סוכנות לביטוח (להלן - "כהן") הפועלת כתאגיד, באמצעות שימוש במכפיל ה- EBITDA (רווח לפני ריבית, מיסים פחת והפחתות) על מנת לחשב את שווי כושר ייצור הרווחים של כהן.

הסברנו ששווי סך ההון המושקע בסוכנות מורכב מכושר ייצור הרווחים של רשימת הלקוחות הקיימת. רשימת הלקוחות של סוכנות ביטוח, אשר הינה נכס בלתי מוחשי, היא לרוב הנכס בעל השווי הגבוה ביותר בסוכנות.

אם מטרת הערכת השווי היא להעריך את שווי ההון העצמי של סוכנות הביטוח (קרי, רכישת מניות), הרי שלמעשה אנו נדרשים לקבוע את שווי השוק ההוגן, נטו של נכסי סוכנות הביטוח בניכוי התחייבויותיה. נסכם את הדיון שלנו בנושא הערכת שווי סוכנות ביטוח באמצעות ניתוח המאזן של כהן וכיצד יש לחשב את שווי ההון העצמי של כהן לאחר קביעת סכום שווי ההון העצמי המוחשי (TNW- Total Net Worth) נכון להערכת השווי.

קביעת שווי ההון העצמי המוחשי

על מנת להבין טוב יותר כיצד עלינו לבחון את שווי ההון העצמי המוחשי של סוכנות ביטוח לצרכי הערכת שווי, נציג דוגמא למאזן מתואם טיפוסי של סוכנות ביטוח. כמובן שיש לבצע התאמות מקובלות על שווי ההון העצמי המוחשי המדווח (הערך הפנקסני) על מנת להגיע לשווי ההון העצמי המוחשי נכון למועד הערכת השווי.

ברגיל, קיימות ארבע סוגיות שיש להביאן בחשבון בעת התאמת מאזן לצרכי הערכת שווי והן:

1. התאמות על יתרת הלקוחות.
2. התאמות על יתרת הרכוש הקבוע.
3. נטרול נכסים בלתי מוחשיים, כגון: מוניטין, הסכמים וחוזים וכו'.
4. הכללת התחייבויות אשר אינן מוצגות במאזן.



התאמות על הנכסים

לקוחות- נטרלנו סך של 45,000 ₪ מיתרת הלקוחות המדווחת בשל היותם חובות בין אבודים ובין מסופקים. בחנו את לוחות הגיול של לקוחות הסוכנות וקבענו כי קיימת סבירות נמוכה לגבייתם על פני 90 ימי לקוחות.

רכבים- נטרלנו את ערכו הפנקסי של רכב אשר אינו משמש את הסוכנות בייצור הכנסה. הרכב האמור משמש את בתו של הבעלים. הרכבים אשר משמשים את הסוכנות הינם בליסינג, ועל כן הם אינם נכללים במאזן.

הסכמים וחוזים- לצרכי הערכת שווי נטרלנו נכסים בלתי מוחשיים מהמאזן היות ושוויים של נכסים אלו מגולם כבר בזרם הרווחים שהערכנו (לאמור- כושר ייצור הרווחים של סוכנות הביטוח). לפיכך, נטרלנו נכסים בלתי מוחשיים של כהן בסך של 81,768 ₪ שמקורם ברכישת מוקדמת של סוכנות ביטוח קטנה.

טבלה 1 – התאמות על הנכסים (בשקלים חדשים):

שנת הבסיס מנורמלת	התאמות	שנת הבסיס בפועל	
			נכסים
			נכסים שוטפים
303,357	0	303,357	מזומנים ושווי מזומנים
42,774	0	42,774	ניירות ערך סחירים
230,778	-45,000	275,778	לקוחות
10,464	0	10,464	הוצאות מראש
587,373	-45,000	632,373	סך נכסים שוטפים
			רכוש קבוע
			ריהוט
264,711	0	264,711	מחשבים
162,774	0	162,774	רכבים
0	-28,659	28,659	בניכי פחת נצבר
-99,171	0	-99,171	
328,314	-28,659	356,973	רכוש קבוע, נטו
			נכסים בלתי מוחשיים
			מוניטין
0	0	0	הסכמים וחוזים
0	-81,768	81,768	נכסים בלתי מוחשיים אחרים
0	0	0	
0	-81,768	81,768	סך נכסים בלתי מוחשיים
915,687	-155,427	1,071,114	סך הכל נכסים



התאמות על התחייבויות והון

עודפים - לצורך השוואת צד ההתחייבויות לצד הנכסים ביצענו התאמה יתרת העודפים.

טבלה 2 – התאמות על התחייבויות והון (בשקלים חדשים):

שנת הבסיס מנורמלת		שנת הבסיס בפועל		
				התחייבויות והון
				התחייבויות שוטפות
49,530	0	49,530		הלוואות ואשראי
477,240	0	477,240		ספקים
12,648	0	12,648		התחייבויות מס לשלם
539,418	0	539,418		סך התחייבויות שוטפות
				התחייבויות שאינן שוטפות
198,120	0	198,120		הלוואות ואשראי
198,120	0	198,120		סך התחייבויות שאינן שוטפות
				הון עצמי
56,892	0	56,892		הון מניות
121,257	-155,427	276,684		עודפים
178,149	-155,427	333,576		סך הון עצמי
915,687	-155,427	1,071,114		סך הכל התחייבויות והון

חישוב שווי ההון העצמי המוחשי

לאחר ביצוע ההתאמות לעיל על המאזן של כהן, שווי ההון העצמי של כהן אשר עמד על 333,576 ₪, הותאם לשווי הון עצמי מוחשי (TNW) של 178,149 ₪.

חישוב שווי ההון העצמי המוחשי הנדרש לסוכנות הביטוח, במצב עודף או גירעון כלשהו יתואם בעת קביעת מסקנת השווי הסופית של הסוכנות. על פי רוב, צרכי ההון הדרושים לסוכנויות ביטוח נעים בין 30 ל- 60 ימי הוצאות מזומן (days of cash expenses).



הבחירה במספר ימי הוצאות המזומן הראוי הנדרש עבור סוכנות ביטוח ספציפית הינו שרירותי משהו, אולם עדיין עליו להתבסס על מספר גורמים, לרבות: תוצאות הגבייה ההיסטוריות של סוכנות הביטוח המוערכת, תמהיל העסקים ומגמות ניהול המזומנים.

בהערכת שווי כהן עשינו שימוש ב- 45 ימי הון עצמי מוחשי.

להלן טבלה המסכמת את החישוב של שווי ההון העצמי המוחשי הנדרש:

טבלה 3 – שווי ההון העצמי המוחשי (בשקלים חדשים):

חישוב שווי ההון העצמי המוחשי	
1,852,884	הוצאות מזומן שנתיות מנרמלות
365	מחולקות ב- 365 ימים
5,076	הוצאות מזומן יומיות
45	ימי הון עצמי מוחשי
228,438	הון עצמי מוחשי נדרש
178,149	הון עצמי מוחשי זמין בפועל
-50,289	גירעון בהון עצמי מוחשי

כפי שניתן לראות בטבלה לעיל, הוצאות המזומן של כהן הסתכמו בכ- 1,852,884 ₪ (אשר חושבו כדלקמן: סך ההוצאות אשר חושבו במאמר השלישי שכותרתו "קביעת שווי לסוכנות ביטוח – קביעת כושר ייצור הרווחים של סוכנות ביטוח" נאמדו בכ- 1,960,092 ₪ בניכוי הוצאות ריבית בסך 29,238 ₪ ובניכוי הוצאות פחת והפחתות בסך 77,970 ₪).

חלוקת ההוצאות במזומן הללו ב- 365 ימים מייצרת לנו הוצאות מזומן יומיות ממוצעות של 5,076 ₪. כאשר מכפילים את הוצאות המזומן היומיות ב- 45 ימים, אנו מקבלים דרישות הון עצמי מוחשי בסך 228,438 ₪.

הואיל ועל פי טבלה 2 שווי ההון העצמי המוחשי המתואם בפועל של כהן נאמד בכ- 178,149 ₪, הרי שקיבלנו גירעון בהון העצמי המוחשי בסך 50,289 ₪ (כלומר הון עצמי מוחשי שלילי).



פרטים נוספים אודות שווי פנימי ורועי פולניצר

פרטים אודות המשרד:

שווי פנימי (Intrinsic Value) מתמחה במתן שירותי ייעוץ כלכלי בתחומים של הערכות שווי, ניהול סיכונים, אקטואריה והנדסה פיננסית לצורך יישום הוראות רגולטוריות וסטטוטוריות, לצרכי דיווח כספי וביקורת, למטרות מס, לצרכי גיוס הון, לצרכי עסקאות, לצרכים משפטיים ולצורך פיתוח, יישום ותיקוף מודלים בתחומי ניהול הסיכונים והאקטואריה.

למשרד עשרה מגזרי פעילות:

- Corporate Finance Valuation
- Quantitative Finance Valuation
- Financial and Economic Modeling
- Transaction Support
- Market Risk Actuarial Science
- Credit Risk Actuarial Science
- Operational Risk Actuarial Science
- Investment Risk Actuarial Science
- Life Risk Actuarial Science
- Pension Risks Actuarial Science

תחומי הידע והפעילות כוללים:

- הערכת שווי תאגידים ומגורים (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7, קישור 8)
- בניית תחזיות כלכליות ומצגות עסקיות (רצ"ב קישור)
- אמידת שיעור ההיוון הראוי/ הריבית הראויה להיוון תזרימי מזומנים (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7, קישור 8, קישור 9, קישור 10, קישור 11, קישור 12, קישור 13, קישור 14)
- הערכות שווי נכסים בלתי מוחשיים (רצ"ב קישור)
- ייחוס עלות רכישה, PPA – Purchase Price Allocation (רצ"ב קישור)
- בדיקות פגימה (Impairment) לנכסים, לרבות מוניטין (רצ"ב קישור)
- שווי הוגן אופציות משובצות (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3)
- שווי הוגן אופציות ריאליות (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5)
- שווי הוגן כתבי אופציות לעובדים (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7, קישור 8, קישור 9, קישור 10, קישור 11, קישור 12, קישור 13)
- שווי הוגן כתבי אופציות לדירקטורים (רצ"ב קישור)



- שווי הוגן כתבי אופציות למנכ"ל (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכת הטבות מבוססות לעובדים (RS, RSU, SAR, יחידות פאנטום ומניות/אופציות מבוססות מניות (קישור)
- הערכת שווי מניה רגילה בחברה פרטית (409A) (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- פיצול רכיבי אקוויטי ומכשירי הון/התחייבות מורכבים (OPM / CCM / PWERM) (רצ"ב קישור)
- כימות נזקים, אובדן רווחים ואובדן הכנסות (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי התחייבויות בגין תמלוגים למדען הראשי (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי ערבויות פיננסיות וערבויות בעלים (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי איגרות חוב / הלוואות סטרייט, הלוואות גישור ומשכנתאות (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי הוגן של הלוואת בעלים (רצ"ב קישור)
- ייעוץ ובדיקות אפקטיביות הגנה לחשבונאות גידור (Hedge Effectiveness Tests) (רצ"ב קישור)
- שווי הוגן נזרים משובצים (Embedded Derivatives) (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי וניתוח סיכונים לדוח גלאי 2 (רגישות, VaR) (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי וניתוח סיכונים ל-IFRS 7 (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי איגרות חוב להמרה, הלוואות הניתנות להמרה ומסגרות מימון המירות (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי אופציות פיננסיות ופוזיציות נזרים מורכבות (רצ"ב קישור)
- בחינת יכולת פירעון ואיתנות פיננסית (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7)
- ייעוץ ומידול כלכלי מורכב (BOT ו-PPP), בקרה וליווי פיננסי (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- ייעוץ ומידול שווי פרמיות שליטה ומיעוט (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5)
- ייעוץ ומידול שווי פרמיות גודל (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- ייעוץ ומידול סטיית התקן הנכסית (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- ייעוץ ומידול שווי ניכיון בגין היעדר סחירות (DLOM) (קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6)
- ייעוץ ומידול שווי אי סחירות של אופציות (רצ"ב קישור)
- ייעוץ ומידול ניכיון בגין מסים על רווחי הון מובנים (רצ"ב קישור)
- ייעוץ ומידול דיסקאונטים בשותפויות מוגבלות משפחתיות בארה"ב (רצ"ב קישור)
- ייעוץ ומידול ניכיון בגין חסימה, איש מפתח, הסכם מחייב, פורטפוליו והיעדר זכויות הצבעה (רצ"ב קישור)
- חוות דעת מומחה בלתי תלוי בהליכים משפטיים (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכות שווי יחסי מיזוג וייעוץ עסקאות (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי תמורה מותנית בעסקאות מיזוגים ורכישות (רצ"ב קישור)
- חוות דעת הוגנות (Fairness Opinion) לבחינת עסקה (רצ"ב קישור)
- מיסוי בין לאומי – מחירי העברה בתנאי At Arm's Length (רצ"ב קישור)



- קביעת שווי הוגן למחירי העברה בין חברתיים ובין לאומיים (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכות שווי לחברות ממגזרי האנרגיה, נפט וגז (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות פרטיות (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכות שווי חברות ציבוריות (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכות שווי חברות ממגזרי האנרגיה, נפט וגז (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות בקשיים (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות אחזקה (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות נדל"ן מניב (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות בניה למגורים (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי בנקים (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות ביטוח (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי תיקי ביטוח ולסוכנויות ביטוח (רצ"ב קישור)
- הערכות שווי חברות בתחום בנקאות והשקעות והחיתום (רצ"ב קישור)
- אופטימיזציה למבנה ההון, אפשרויות מימון של הפירמה ומקסום התשואה על ההון (רצ"ב קישור)
- בניית עקומי ריביות חסרי סיכון ומטריצות ריביות להיוון (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5)
- דירוג אשראי סינטי (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6)
- איזון משאבים בין בני זוג (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6)
- הערכת שווי נכסי קריירה (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3)
- Due Diligence כלכלי (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3)
- ניתוח סיכונים אשראי של צד נגדי (CVA ו-DVA) בעסקאות נגזרות פיננסית (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4)
- אקטואריית סיכונים אשראי (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6)
- כימות סיכונים שוק בבתי השקעות וחברות ביטוח (קישור)
- ליווי בהטמעת מערכות לניהול סיכונים ובתיקוף תוצאות עבור בתי השקעות וחברות ביטוח (קישור)
- אקטואריית סיכונים שוק (קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7, קישור 8, קישור 9, קישור 10)
- אקטואריית סיכונים תפעוליים (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- אקטואריית סיכונים נזילות (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3)
- אקטואריית סיכונים מודל (רצ"ב קישור)
- אקטואריית סיכונים השקעות (רצ"ב קישור)
- אקטואריית סיכונים חיים (רצ"ב קישור 1, קישור 2, קישור 3, קישור 4, קישור 5, קישור 6, קישור 7, קישור 8, קישור 9, קישור 10, קישור 11, קישור 12, קישור 13)
- חישוב הערך הגלום (Embedded Value) בעסקי ביטוח החיים, הבריאות והפנסיה (רצ"ב קישור 1, קישור 2)



- הערכת שווי פעילות המגזר הכללי (רכב חובה, רכב רכוש, חבויות ורכוש אחר) של חברות ביטוח (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי פעילות קופות הגמל של חברות הביטוח (רצ"ב קישור)
- הערכת שווי פעילות קרנות הפנסיה של חברות הביטוח (רצ"ב קישור)
- אקטואריית סיכונים פנסיוניים (רצ"ב קישור 1, קישור 2)
- הערכה אקטוארית להתחייבויות בגין זכויות עובדים (רצ"ב קישור)
- מחויבות אקטוארית בגין הטבות לעובדים בהתאם ל- IAS19 (רצ"ב קישור)
- חוות דעת מומחה על עתודות אקטואריות בגין זכויות עובדים לפי תקן IAS 19 (רצ"ב קישור)
- אמידת שיעור הריבית הגלום בחכירה בהתאם ל- IFRS 16 (רצ"ב קישור)
- אמידת שיעור הריבית התוספתי לחוכר לפי תקן IFRS 16 (רצ"ב קישור)
- התאמת שוויין של עסקאות החלפה פיננסיות בשוק שמעבר לדלפק לסיכון אי ביצוע לפי תקן IFRS 13 (רצ"ב קישור)
- אמידת ההסתברות לחדלות פירעון (PD) (רצ"ב קישור)
- אמידת שיעור ההפסד בקרות חדלות פירעון (LGD- Loss Given Default) (רצ"ב קישור)
- חוות דעת מומחה בנושא הערכות שווי קניין רוחני (IP Valuations) (רצ"ב קישור)



פרטי הבעלים, המנהל, האקטואר ומעריך השווי האחראי: מר רועי פולניצר, CFV, F.I.L.A.V.F.A., FRM

- מחזיק בתואר M.B.A (בהצטיינות) במימון, תואר B.A (בהצטיינות) מאוניברסיטת בן גוריון בכלכלה עם התמחות במימון ודיפלומה בניהול סיכונים פיננסיים במתכונת FRM מאוניברסיטת אריאל בשומרון, למד בתוכנית ללימודי דיפלומה באקטואריה באוניברסיטת חיפה ועבר בהצלחה את הבחינות הסופיות של הרשות לניירות ערך בישראל לרישיון מנהל תיקים.
- מוסמך כאקטואר מלא (Fellow) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (F.I.L.A.V.F.A.), מוסמך כמעריך שווי מימון תאגידי (CFV- Corporate Finance Valuator) מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA- Israel Association of Valuators and Financial Actuaries), מוסמך כמנהל סיכונים פיננסיים (FRM- Financial Risk Manager) מטעם האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP- Global Association of Risk Professionals) ומוסמך כמומחה לניהול סיכונים (CRM- Certified Risk Manager) מטעם האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM- Israeli Association of Risk Managers).
- בעל ניסיון אינטנסיבי של כעשור וחצי בתחומים של הערכות שווי, ניהול סיכונים, אקטואריה והנדסה פיננסית, הכולל ביצוע פיקוח וניהול של אלפי עבודות הערכות שווי, חוות דעת אקטואריות, ניתוח סיכונים ועבודות ייעוץ כלכליות למשרדי רואי חשבון, משרדי ייעוץ כלכלי, משרדי ביקורת חקירתית וחברות ציבוריות ופרטיות בארץ.
- לשעבר מרצה בנגזרות וניהול סיכונים פיננסיים, בתחום ניתוח דוחות כספיים והערכות שווי, בבית הספר לכלכלה במכללה האקדמית אשקלון ובמוסדות אקדמיים שונים, עוזר מחקר והוראה בתחום ניהול הסיכונים בבנקאות הישראלית של המלומד ה"ה ד"ר שילה ליפשיץ, ראש תחום הערכות השווי במשרד רואי חשבון רוה-רביד (כיום Russell Bedford ישראל), מנהל סיכונים וראש תחום שווי הוגן במשרד הייעוץ האקטוארי של ד"ר בעז ים, מנהל סיכונים ומודליסט ראשי של ועדת השקעות באוניברסיטת בן גוריון.

הסתמכות על מומחים:

- שווי פנימי הוקם בשנת 2011 ומעסיק מומחים מעת לעת בתחומי עיסוקו.
- שווי פנימי נהנה ממעמד מקצועי גבוה ממעמד מקצועי גבוה כמומחה עצמאי בלתי תלוי, לכאורה ולמעשה, לצרכי הסתמכות בידי רואי החשבון המבקרים, רשות ניירות ערך בישראל, רשות המסים בישראל, בתי דין רבניים ובתי משפט בישראל. לשווי פנימי Advisory Board המורכב מאישים בולטים בתחומי האקדמיה, המימון והערכות השווי בישראל ונהנה משיתופי פעולה מקצועיים בארץ. המשרד מיישם וולנטרית את כללי האתיקה, הסטנדרטים המקצועיים ותקנות אי התלות של לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל (IAVFA- Israel Association of Valuators and Financial Actuaries), של האיגוד העולמי למומחי סיכונים (GARP- Global Association of Risk Professionals) ושל האיגוד הישראלי למנהלי סיכונים (IARM- Israeli Association of Risk Managers).

נשמח לעמוד לשירותיכם לכל שאלה או הבהרה, בכל עת