



הערכת שווי של חברת מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים 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 מגדל אחזקות 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 החברה הביטוח – סכום של כ- 2,822 מיליוני ₪. צירוף שלושת הסכומים הנ"ל מלמד על שווי של כ- 9,871 מיליוני ₪, כמפורט בלוח 2 בהמשך.
- כיוון שההון הכלכלי המחושב אינו כולל את שווי העסקים החדשים בביטוחי חיים בריאות ופנסיה, יש לגרוע, לצורך ההשוואה, את הסכום של 1,157 מיליוני ₪ שיוחס בהערכה לשווי העסקים החדשים מסכום ההערכה. הסכום המתואם לצורך ההשוואה יהיה כ- 9,747 מיליוני ₪ (כ- 98.7% מסכום ההון הכלכלי המותאם) וכמפורט בלוח 2 להלן:

לוח 2 - דריקט סביבות

מיליוני ₪	תיאור
11,365	הון "כלכלי" קיים בחברת הביטוח לפי סולבנס II
-4,316	נכסי- כתבי החבות נדחים המהווים הון משני ושלישני
2,822	בצורה: שווי מאזני של השקעות החברה בחברות אחרות
9,871	ס"ה
10,903	תוצאת ההערכה (כמפורט בלוח 1 לעיל) בניכוי- ערך עתיד של עסקי ביטוח חיים, פנסיה ובריאות
-1,157	
9,747	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 תמחול השקעות ועל ההתייבויות הביטוחיות, וכן השפעת אקסוגניות כגון שינוי של עקום הריבית ושינויים רגולטוריים המשפיעים על הסיבה העסקית.

התייחסות לפער שבין שווי השוק של החברה לתוצאות ההערכה של החברה

- שווי השוק של החברה, נכון ליום 31.12.2023, היה 4,321 מיליוני ₪. סכום זה נמוך בכ- 60.4% מהשווי ההוגן של החברה המתקבל באמצעות DCF בסך של כ- 10,903 מיליוני ₪.
- המומד פרופ' Aswath Damodaran, הנחשב כיום לאחד מברי המסמך הבולטים והמפוסטים ביותר בתחום הערכות השווי, עמד על הבדל שבין "הערך" ה- Intrinsic Value לבין המחיר המצוטט בבורסה - Price Versus Value. הפער בין המחיר לערך יכול להיות "לשיני הכיוונים": לעתים מחירי הבורסה גבוהים מהערך הכלכלי של החברה, ולעתים להיפך. בין הגורמים לפער מונה Damodaran בעיות של חוסר במידע, נזילות, ומשטר תאגידי.

להערכת, במקרה שלפנינו, אכן נותר פער משמעותי בין המינימום של החברה לבין ערכה הכלכלי.

- מזה תקופה ארוכה נערכים דיונים רבים בקרב אנשי המקצוע בתחום הביטוח ושוק ההון בנוגע לאפשרות של תמחור בחסר של חברות הביטוח בישראל. 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 בשאלות 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.אי ביטוח וליברה, נסחרו מתחת להון העצמי שלהן. לדעת מומחים, בטווח הארוך מצב זה אינו סביר וזאת מכיוון שבתאום כלכלי חשבונאות, במאזניהן של חברות הביטוח לא נכללים נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין שממחו בחברה. 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 השקעה בחברת ביטוח אינם ברורים אף הם.

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

- לאור המסקנה העולה מהאמור לעיל בנוגע לתמחורן בחסר של חברות הביטוח, הרי שניתן "להתעלם" ממחירי מניות החברה בבורסה, ולראות בנתון על ההון העצמי המיוחס לבעלי מניות החברה בספרי החברה נכון ל- 31.12.2023 (6,128 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, במחיר ההון המשוקלל של החברה.
- נכון להיוון מצביעה על שווי של כ- 5,644 מיליוני ₪, תוצא ליום 31.12.2023.

אומדן שווי אחזקות החברה בחברות נוספות

- שווי ההשקעה של החברה בחברות כלולות, נכון ליום 31.12.2023 היה כ- 1,678 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- 84 מיליוני ₪.
- הוספתי לסכום ההערכה את יתרת הנכסים הפיננסיים הפנויים – סכום של כ- 84 מיליוני ₪, כאמור לעיל.

ההתייבויות פיננסיות

- ההתייבויות הכספיות של החברה, נכון ליום 31.12.2023, שאותן גרעתי מסכום ההערכה, לפי ערךן ההתייבויות הסתכמו בכ- 1,636 מיליוני ₪.

ההתייבויות אחרות

- גרעתי מסכום ההערכה את סכום ההתייבויות האחרות של החברה (בשל הטבות לעובדים, זכאים אחרים ומיסים שוטפים) בסכום כולל של 499 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, המינה לאי וודאות בשל תביעות אלו.

- 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 680 מיליוני ₪ (לאחר מס), בגין תביעות תלויות אלו ובגין השלמה לעתודות הביטוח בגין שינויים אקטואריים נוספים שיתכן וידרושו 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- 10,903 מיליוני ₪. נכון ליום 31.12.2023, סכום זה מהווה כ- 177.9% מהשווי המאזני של ההון המיוחס לבעלי מניות החברה.**

לוח 1 - סיכום ההערכה בשיטת ה- DCF

מיליוני ₪	תיאור
6,313	מגזר ביטוח חיים
5,644	מגזר פעילות נוספים
1,678	שווי חברות מוחזקות
84	נכסים פיננסיים
-1,636	התייבויות פיננסיות
-499	התייבויות אחרות
-680	הפרשה מיוחדת
10,903	ס"ה
100.00%	אחוז מהון החברה
10,903	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- 11,365 מיליוני ₪. למיט הבנתי, **סכום זה (במנף) להתאמת הנדרשות שתפורטנה בהמשך) יכול להיות אינדיקציה משמעותית לשווייה ההוגן של החברה.**
- ההון הכלכלי המחושב כולל גם כתיב התייבויות נדחים המהווים הון משני ושלישני מורכב. יתרת כתיב התייבויות הנדחים ליום 31.12.2023, הייתה כ- 4,316 מיליוני ₪. לפיכך, לצורך אומדן השווי ההוגן של החברה, יש לגרוע מסכום זה מסכום ההון הכלכלי המחושב.

כלי
כלכלי, קיימות מספר שיטות להערכת שווי חברות ועסקים. מטבע הדברים, לכל שיטה יתרונות וחסרונות, ויש לנקוט בה בהתאם למידת ישימותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציות ההערכה ומטרותיה.

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

ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים

- 1) בלבד ראשון, הערכת את שווי עסקי ביטוח החיים הפנסיה והבריאות, שווי עסקי הביטוח הכלכלי, 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 מכתיב התייבויות נדחים המוכרים כהון משני ושלישני מורכב. לשווי התפעולי שחושב בלבד הראשון הוספתי את השווי המאזני של השקעות החברה בחברות אחרות.
- 2) משווי המצדפי שחושב בשני השלבים האחרונים גרעתי את סכום התייבויות הפיננסיות (למעט כתיב התייבויות נדחים המוכרים כהון משני ושלישני מורכב).
- 3) וההתייבויות האחרות של החברה ליום 31 בדצמבר 2023.

לצורך יישום גישת ה- DCF חילקתי את תקופת התחזית לשתי תקופות:

- א. התקופה 2024 – 2028 ("תקופת התחזית הקרובה") – לגביה נערכה 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 תנאים, הנגזרים מהפוליטיות השונות שהמפקח החברה בעבר, הנהח אקטואריית דמוגרפיות וכלכליות, ותחזיות לתזרימי המזומנים הצפויים לאורך תקופות ארוכות במיוחד.

- אומדן שווי תיקי הביטוח הקיימים של החברה, נכון ליום 31.12.2023 נאמד בכ- 5,157 מיליוני ₪, 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 הביטוחים והפדיונות, בעיקר בעסקי ביטוח חיים).

- אומדן שווי עסקי הביטוח (חיים, בריאות ופנסיה של החברה) העתידיים של החברה, נכון ליום 31.12.2023 נאמד בכ- 1,157 מיליוני ₪, כערך הנוכחי של עסקי הביטוח 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 הביטוחים והפדיונות, בעיקר בעסקי ביטוח חיים) ומוכפל ממכפיל שווי של 5 לערך העסקים החדשים (Value of new Business).

- לפיכך, אומדן השווי של עסקי ביטוח החיים, הבריאות והפנסיה של החברה, נכון ליום 31.12.2023 מסתכם בכ- 6,313 מיליוני ₪.