



הערכת שווי של מגדל אחזקות וניהול סוכנויות ביטוח בע"מ נכון ל- 31.12.2023 באמצעות מודל ה- DCF

מעריך השווי רועי פולניצר העריך את פעילות סוכנויות הביטוח של מגדל ליום ה- 31 בדצמבר 2023 ע"ב מודל ה- DCF.

בדיקת סבירות

- שאלת השאלות, שכל מעריך שווי רציני שואל את עצמו בתום הערכת השווי היא האם התוצאה של היא סבירה או לא.
- הדרך המבוססת ביותר מבחינה תיאורית להערכת שווי חברות הפועלות כעסק חזר, הינה גישת הרווח תזרימי המזווגים העתידיים - (DCF – Discounted Cash Flows), כאשר. עם זאת, בשל אי הודאות הגבוהה בחיזוי תזרימי המזווגים של פעילות עסקית, רצוי לתמוך את התוצאה המתקבלת בהערכות על בסיס מתודולוגיות הערכה נוספות, ובכלל זה בשיטת המכפיל.

לכן, הערכתנו את שווייה של החברה באמצעות מכפיל רווחיות על הרווח הנקי הצפוי בגין פעילות סוכנויות הביטוח של מגדל.

שיטת המכפיל ישימה לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי המוערך, אך אינה מהווה שיטת אמידה מדויקת. פעילות סוכנויות הביטוח מרוכזת בקבוצת מגדל כאשר תחת החברה, פעילות זו מוצגת בביאור המגורים של החברה במסגרת "מגורי פעילות אחרים".

תחילה חישבתי את ה- CAGR (שיעור הצמיחה השנתית הממוצע האימוטרי/ההנדסי, [Compound Annual Growth Rate](#)) של הרווח לפני מס של מגדל זה בשנים 2018 – 2023. CAGR זה נאמד על ידי ב- 10.57%.

לאחר מכן, לשם קבלת הרווח לפני מס הצפוי לשנת 2024 לפעילות סוכנויות הביטוח של מגדל הצמחתי את הרווח לפני מס של שנת 2023 (105 מיליון ש"ח) ב- CAGR (10.57%) וקיבלתי אומדן של 116 מיליון ש"ח. שיעור המס הרלוונטי למוסד כספי עומד נכון למועד הערכת השווי על 34.19%, כך שהרווח הנקי ממש הצפוי לשנת 2024 למגדל מפעילות סוכנויות הביטוח נאמד על ידי ב- 77 מיליון ש"ח.

על מנת לקבל את מכפיל הרווח הנקי לקחתי את את מחיר הרווח הסופי של החברה (14.8%) וחילצתי את ההופכי שלו לשם קבלת מכפיל בנייה של 6.76 ($= \frac{1}{14.8\%}$). על מנת לקבל את מכפיל הרווח הנקי הוספתי למכפיל הביניים תוספת של 20% (מקובל בקרב מעריכי שווי בעת המעבר בין ההופכי של ה- CAPM לפעילות הרווח הנקי) ולכן קיבלתי מכפיל רווח נקי סופי של 8.11 ($= 6.76 * 1.2$).

מהפלת הרווח הנקי הצפוי לשנת 2024 למגדל מפעילות סוכנויות הביטוח (77 מיליון ש"ח במקרה דגן שלפנינו) במכפיל הרווח הנקי הסופי (8.11) במקרה דגן שלפנינו קיבלתי ששווי פעילות סוכנויות הביטוח של מגדל נאמד בכ- 621 מיליון ש"ח, כמפורט בלוח 5 בהמשך.

לוח 5 – בדיקת סבירות (במיליון ש"ח)

רומת סוכנויות הביטוח	2023	2022	2021	2020	19	18
רווח לפני מס	64	58	71	74	58	64
שיעור מחסור	8.8%	26.6%	3.3%	14.1%	14.1%	29.2%
רווח לפני מס מיידי	116	77	116	116	116	116
רווח נקי לפני מס	77	58	77	77	77	77
מחיר הרווח הנקי	8.11	8.11	8.11	8.11	8.11	8.11
מכפיל	8.11	8.11	8.11	8.11	8.11	8.11
שווי פעילות סוכנויות הביטוח של מגדל	621	472	621	621	621	621

הסכום שהתקבל משיטת המכפיל כ- 621 מיליון ₪ מהווה כ- 94.2% מהסכום שהתקבל בשיטת ה- DCF.

ליסיכום

- הערכתנו בשיטת הרווח תזרימי המזווגים מצביעה על שווי לחברה של כ- 659 מיליון ש"ח נכון ליום 31 בדצמבר 2023.
- כאינדיקציה לסבירות הערכת השווי בחנתי את סבירות תוצאת עבודתי על בסיס שיטת המכפיל. הסטייה בין השווי המתקבל בשיטת ה- DCF (659 מיליון ש"ח) לבין השווי על בסיס שיטת המכפיל (621 מיליון ש"ח) נמצאה על ידי כסבירה (5.8%).

אודות מעריך השווי

למד ונבחן בקורסים שונים בהערכות שווי באוניברסיטת בן-גוריון ובאוניברסיטת אריאל בשומרון; במצב הערכות שווי לכלכליות משנת 2004 ומייגע בכל תחומי הערכות השווי (מימון תאגיד, מימון כמותי ומידול פיננסי וכלכלי); פרסם מאות מאמרים בעברית ובאנגלית בתחומי הערכות השווי; ייעץ בעבר לחברות ביטוח וייעץ ייעוץ ייעוץ ופרטיות בהערכות שווי; פיתח מודלים, פונקציות ומוודאות קירוב בתחומי הערכות השווי; מייסד ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל ("הלשכה"); הוסמך כמעריך שווי ע"י הלשכה; לימד בעבר וגם מלמד בהווה בקורסים והשתלמויות מקצועיות של הלשכה בתחומי הערכות השווי; הוביל והשתתף בכתיבת גילויי דעה על הלשכה בתחומי הערכות השווי; פיתח את תוכנית החסמכה של הלשכה בתחומי הערכות השווי; מסמך מעריכי שווי בישראל משנת 2015, מתמנה מעת לעת ע"י בתי משפט ובתי דין כמעריך שווי וככלכלן מוסמך.

- פרמיית הסיכון המקובלת בשוק ההון בישראל הנה כ- 5.63%, בהתאם לתונים שפורסמו באתר של Damodaran נכון לתחילת שנת 2024.
- נתונים אלה גוזרים לפי נוסחת CAPM, מחיר הון של כ- 12.50% ($= 5.63\% + 1 * 4.45\%$).
- מצאתי לנכון, לצורך אומדן שווי פעילות החברה, להוסיף למחיר הון שמצאתי גם פרמיית סיכון נוספת של 2.33%. פרמיה זו משקפת גם את הסיכונים הגולטוריים הנובעים מפעילות בשוק מפותח, ומסיכונים נוספים.
- מחיר הון הסופי כולל פרמיית סיכון הנו כ- 14.83% ($= 12.50\% + 2.33\%$) ובקירוב- 14.8%.

הרווחים הצפויים של החברה

- חלק החברה ברווח לאחר מס חברות המוחזקות על ידי הסתכס בשנת 2023 בכ- 81.8 מיליון ש"ח. בשנת 2022 הסתכס חלקה של החברה ברווח החברות הנלוו בכ- 63.4 מיליון ש"ח, לעומת סכום של בכ- 54.8 מיליון ש"ח בשנת 2021.
- להערכתנו, רווחיות החברה תושפע בעתיד מהגורמים הבאים:
 - עליה בהיקף ההכנסות מעמלות ממכירת פנסיה חלק מוצרי ביטוח מנהלים, ובשל שינויים רגולטוריים המאפשרות לסוכנויות לגבות הדמי טיפול מהמעסיקים.
 - העמקת השימוש באינטרנט שתביא לפגיעה בהכנסות מעמלות;
 - מיקוד מאמצא סוכנויות הביטוח לשיוק פוליסות ביטוח לסיכון בלבד, ופוליסות השקעה
- תוך איזון בין שיקולים אלו, הנחתי כי סכום הרווח של החברה יגדל לאורך תקופת החתימה, בשיעור נומינלי שנתי של 2%.
- בלוח 2 להלן מוצגת התחזית לרווחי החברה:

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

תחזית	2027	2026	2025	2024	2023	2022
החלק ברווח החברות	63	82	83	85	87	89

הנחת שיעור הגידול של התזרים השווי

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

סיכום ההערכה בשיטת הרווח תזרימי המזווגים

- בלוח 3 בהמשך, מוצגים הרווחים הצפויים מפעילות החברה, כשהם מהוונים ליום 31.12.2023.
- תוצאת ההיוון מצביעה על שווי של כ- 659 מיליון ש"ח, נכון ליום 31.12.2023.

לוח 3 – אומדן שווי החברה במיליון ש"ח

מחיר	2028	2027	2026	2025	2024	2023	2022
רווח לאחר מס	63	82	83	85	87	89	89
מקדם הרווח	9.933	0.813	0.708	0.617	0.55	0.470	0.396
סכום מחזור	78	69	62	55	47	42	35
סה"כ	659						

- א. היוון לפי שיעור של 14.8%
- ב. בחישוב התזרים השווי הונח שיעור צמיחה של 1.0% (נומינלי).

ניתוח רגישות

- ערכתי ניתוח של רגישות תוצאות ההערכה לשינויים של 0.5% בשיעור ההיוון (בטוח שבין 13.8% ל- 15.8%), ולשינויים של 0.5% בשיעור הצמיחה של התזרים השווי (בטוח שבין 0.0% ל- 2.0%).
- תוצאות ניתוח הרגישות מוצגות בלוח 4 להלן:

לוח 4 – ניתוח רגישות של שווי החברה (במיליון ש"ח) לשינויים בשיעור ההיוון ובשיעור הצמיחה של התזרים השווי

שיעור צמיחה	שיעור היוון	13.80%	14.30%	14.80%	15.30%	15.80%
0.00%	676	653	632	613	595	595
0.50%	691	667	645	625	606	606
1.00%	708	683	659	638	617	617
1.50%	726	699	674	651	630	630
2.00%	745	717	690	666	643	643

מעריך שווי מוסמך (CFV) המתמחה בהערכת שווי תיקי ביטוח, סוכנויות ביטוח וחברות ביטוח עיני אותי לבדוק כמה שווה חברת מגדל אחזקות וניהול סוכנויות ביטוח בע"מ ("החברה"). אז צללתי לדוחות הכספיים של חברת מגדל אחזקות ביטוח ופיננסיים בע"מ והחלטתי לחפש משם נתונים שישנינו בדי להעריך את שווייה של החברה נכון ל- 31 בדצמבר 2023 ("מועד הערכת השווי").

כללי

מגדל ביטוח מחזיקה במספר סוכנויות ביטוח משמעותיות המאוגדות בחברות תחת חברת מגדל אחזקות וניהול סוכנויות ביטוח בע"מ, וכמפורט בלוח 1 להלן:

לוח 1 – סוכנויות ביטוח בחזקת החברה

מגדל
מבטח סימן
שליא יוב
שום אורלן
מלחוט
אמיר אלני
אלי ארליך

מתודולוגיה

- ככלל, קיימות מספר שיטות להערכת שווי חברות ועסקים. מטבע הדברים, לכל שיטה יתרונות וחסרונות, ויש לנקוט בה בהתאם למידת ישמותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציית ההערכה ומסרתה.
- גישת הרווח תזרימי המזווגים העתידיים - (Discounted Cash Flows – DCF). על פי שיטה זו, שווי הפעילות של חברה נגזר מערכם הנוכחי של תזרימי המזווגים אשר צפויים לנבוע ממנה לאורך יתרת חייה הכלכליים. הערך הנוכחי המהווך של תזרימי המזווגים החופשיים הבלתי מזווגים מבטא את השווי התפעולי של החברה ($Enterprise\ Value$). לצורך מציאת שווי הרווח העצמי יש להפחית משווי הפעילות את סכום התחייבויותה 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") – לנביחן נערכה תחזית רווחים מפורטת;
 - שנת 2028 ואילך, שלנביחן הצבתי "תזרים מייצג" (הנזור מרווחי החברה בתקופת התחזית הקרובה).

שיעור ההיוון

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 (הביטא) - היחס בין מקבלת 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 התיק השוק. מקדם זה מבטא את מידת "הינמישות" של תשואות המניה לשינוי של 1% בתשואות התיק השוק.
- שיעור התשואה הנומינלי על נכסים חסרי סיכון לטווח של 12 שנים, נגזר מפרסום "שווי פיננסי" (גורם מצטט מוכר בישראל), אשר בסוף חודש דצמבר 2023 נאמד בכ- 4.37%.
- חברה ציבורית מחושבת הביטא על פי גרסאות מול תשואות התיק השוק (בחישוב שבועי) כמשתנה מסביר, ביחס לתשואות המניה (בחישוב שבועי) כמשתנה מוסבר, בשנתיים שקדמו למועד הערכת השווי. מכיוון שמניית החברה אינה נסחרת, אמדתי את הביטא של מניית מגדל אחזקות ביטוח ופיננסיים אשר החברה נמצאת בבעלותה ובשליטתה. מקדם הסיכון השיטתי של מגדל הנו כ- 1.445. והוא חושב על בסיס 104 תצפיות שבועיות של תשואות מניית מגדל בשנתיים שהסתיימו ביום 31 בדצמבר 2023 ביחס לתשואות מדד תל-אביב 125.