הערכת שווי פעילות סוכנויות הביטוח של הראל נכון ל-31.12.2023 באמצעות מודל ה- DCF

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

מעריך שווי מוסמך (CFV) המתמחה בהערכת שווי תיקי ביטוח, סוכנויות ביטוח וחברות ביטוח עניין אותי לבדוק כמה שווה עניין אותי לדעת כמה שווה פעילות סוכנויות הביטוח של הראל ("**הפעילות**"), אשר איננה מאוגדת כחברה. אז צללתי לדוחות הכספיים של חברת הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסים בע"מ והחלטתי לחלץ משם נתונים שיסייעו בידי להעריך את שווי הפעילות נכון ל- 31 בדצמבר 2023 ("**מועד הערכת השווי**").

כללי

הראל ביטוח מחזיקה במספר סוכנויות ביטוח משמעותיות המאוגדות כחברות תחת חברת הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסים בע"מ, וכמפורט בלוח 1 להלן:

לוח 1 – סוכנויות ביטוח בהחזקת החברה

סוכנויות הביטוח המרכזיות שבשליטת חברת הביטוח
הראל
מדנס
וריטס
דקלה
ידידים

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 לסיטואציית ההערכה ומטרתה.
- הגישה המקובלת ביותר כיום לביצוע הערכות שווי היא גישת היוון תזרימי המזומנים העתידיים – (Discounted Cash Flows – DCF). על פי שיטה זו, שווי הפעילות נגזר מערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים אשר צפויים לנבוע ממנה לאורך יתרת חייה הכלכליים. הערך הנוכחי המהווה של תזרימי המזומנים החופשיים הבלתי ממונפים מבטא את השווי התפעולי של הפעילות (enterprise value). לצורך מציאת שווי ההון העצמי יש להפחית משווי הפעילות את סכום התחייבויותיה הפיננסיות נטו (ולהוסיף את שווי הנכסים העודפים, ככל שקיימים כאלו).
- בהערכת שווי זו נקטתי בגישת ה- DCF לפיה, אמדתי את שווי הפעילות לפי שיטת ה- DCF. לצורך יישום גישת ה-DCF חילקתי את תקופת התחזית לשתי תקופות:
  ג. התקופה 2024 – 2027 ("**תקופת התחזית הקרובה**") – לגביה נערכה תחזית רווחים מפורטת;
  ד. שנת 2028 ואילך, שלגביה הצבתי "תזרים מייצג" (הנגזר מרווחי הפעילות בתקופת התחזית הקרובה).

שיעור ההיוון

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

$$Ke = Rf + \beta*(Rm-Rf)$$

- כאשר:
  - Ke - מחיר ההון 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"גמישות" של תשואת המניה לשינוי של 1% בתשואת 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%.
- בחברה איבורית מחושבת הביתא על פי רגרסיות מול תשואות תיק השוק (בחישוב שבועי) כמשתנה מסביר, ביחס לתשואות המניה (בחישוב שבועי) כמשתנה מוסבר, בשנתיים שקדמו למועד הערכת השווי. מכיוון שהפעילות אינה נסחרת, אמדתי את הביתא של מניית הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסים אשר הפעילות נמצאת בבעלותה ובשליטתה. מקדם הסיכון השיטתי של הראל הינו כ- 1.407 והוא חושב על בסיס 104 תצפיות שבועיות של תשואות מניית הראל בשנתיים שהסתיימו ביום 31 בדצמבר 2023 ביחס לתשואות מדד תל-אביב 125.
- פרמיית הסיכון המקובלת בשוק ההון בישראל הנה כ- 5.63%, בהתאם לנתונים שפורסמו באתר של Damodaran נכון לתחילת שנת 2024.
- נתונים אלה גוזרים לפי נוסחת CAPM, מחיר הון של כ- 12.29% (=4.37% + 1.407*5.63%).
- מצאתי לנכון, לצורך אומדן שווי הפעילות, להוסיף למחיר ההון שמצאתי גם פרמיית סיכון נוספת של 2.33%. פרמיה זו משקפת גם את הסיכונים הרגולטוריים הנובעים מפעילות בשוק מפוקח, ומסיכונים נוספים.
- מחיר ההון הסופי כולל פרמיית סיכון הינו כ- 14.62% (=2912.+ 2.33% %) ובקירוב- 14.6%.

הרווחים הצפויים של הפעילות

- הרווח לאחר מס בחברות המוחזקות על ידי הפעילות הסתכם בשנת 2023 בכ- 12.3 מיליון ש"ח. בשנת 2022 הרווח לאחר מס החברות הנ"ל הסתכם בכ- 22.0 מיליון ש"ח, לעומת סכום של כ- 7.7 מיליון ש"ח בשנת 2021.
- להערכתי, רווחיות הפעילות תושפע בעתיד מהגורמים הבאים:
  א. עליה בהיקף ההכנסות מעמלות ממכירת מוצרי פנסיה חלף מוצרי ביטוח מנהלים, ובשל שינויים רגולטוריים המאפשרות לסוכנויות לגבות הדמי טיפול מהמעסיקים.
  ב. העמקת השימוש באינטרנט שתביא לפגיעה בהכנסות מעמלות;
  ג. מיקוד מאמצי סוכנויות הביטוח לשיווק פוליסות ביטוח לסיכון בלבד, ופוליסות השקעה.
- תוך איזון בין שיקולים אלו, הנחתי כי סכום הרווח של הפעילות יגדל לאורך תקופת התחזית, בשיעור נומינלי שנתי של 2%.
- בלוח 2 להלן מוצגת התחזית לרווחי הפעילות:

לוח 2 – תחזית לרווח (לאחר מס) של הפעילות במיליוני ש"ח

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	בפועל		תחזית			
החלק ברווחי הסוכנויות	22	12	13	13	13	13

הנחת שיעור הגידול של התזרים השיורי

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

סיכום ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים

- בלוח 3 בהמשך, מוצגים הרווחים הצפויים מהפעילות, כשהם מהווניים ליום 31.12.2023.
- **תוצאת ההיוון מצביעה על שווי של כ- 100 מיליון ש"ח, נכון ליום 31.12.2023.**

לוח 3 – אומדן שווי הפעילות במיליוני ש"ח

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028 ואילך
	בפועל		תחזית				
רווח לאחר מס	22	12	13	13	13	13	13
מקדם היוון			0.934	0.815	0.711	0.621	4.564
סכום מהוון			12	10	9	8	61
סה"כ							**100**

א. היוון לפי שיעור של 14.6%
ב. בחישוב התזרים השיורי הונח שיעור צמיחה של 1.0% (נומינלי).

ניתוח רגישות

- ערכתי ניתוח של רגישות תוצאות ההערכה לשינויים של 0.5% בשיעור ההיוון (בטווח שבין 13.6% ל- 15.6%), ולשינויים של 0.5% בשיעור הצמיחה של התזרים השיורי (בטווח שבין 0.0% ל- 2.0%).
- תוצאות ניתוח הרגישות מוצגות בלוח 4 להלן:

לוח 4 – ניתוח רגישות של שווי הפעילות (במיליוני ש"ח) לשינויים בשיעור ההיוון ובשיעור הצמיחה של התזרים השיורי

שיעור צמיחה	שיעור היוון				
	13.60%	14.10%	**14.60%**	15.10%	15.60%
0.00%	103	100	96	93	90
0.50%	105	102	98	95	92
1.00%	108	104	**100**	97	94
1.50%	111	107	103	99	96
2.00%	114	109	105	102	98

בדיקת סבירות

- 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 הפועלות כעסק חי, הינה גישת היוון תזרימי המזומנים העתידיים – (Discounted Cash Flows – DCF), כאמור. עם זאת, בשל אי הוודאות הגבוהה בחיזוי תזרימי המזומנים של פעילות עסקית, רצוי לתמוך את התוצאה המתקבלת בהערכות על בסיס מתודולוגיות הערכה נוספות, ובכלל זה בשיטת המכפיל.
- לכן, הערכתי את שוויה של הפעילות באמצעות מכפיל רווחיות על הרווח הנקי הצפוי בגין פעילות סוכנויות הביטוח של הראל.
- שיטת המכפיל ישימה לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי המוערך, אך אינה מהווה שיטת אמידה מדויקת. יתרונה העיקרי של השיטה הינו פשטותה ומהירותה ביחס לשיטות אחרות. חסרונה העיקרי הוא אי התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על השווי.
- פעילות סוכנויות הביטוח מרוכזת בקבוצת הראל כאמור תחת הפעילות. פעילות זו מוצגת בביאור המגזרים של הראל במסגרת "לא מיוחס למגזרי פעילות ואחר".
- תחילה חישבתי תזרים מייצג (לפני מס) של מגזר פעילות סוכנויות הביטוח כממוצע הרווח לפני מס של מגזר זה בשנים 2018 – 2023. תזרים מייצג זה לפני מס נאמד על ידי בכ- 18 מיליון ש"ח. שיעור המס הרלוונטי למוסד כספי עומד נכון למועד הערכת השווי על 34.19%, כך שהרווח השנתי המייצג לאחר מס הנובע להראל מפעילות הסוכנויות נאמד על ידי בכ- 12 מיליון ש"ח.
- על מנת לקבל את מכפיל הרווח הנקי לקחתי את את מחיר ההון הסופי של הפעילות (14.6%) וחילצתי את ההופכי שלו לשם קבלת מכפיל בניים של 6.85 (= 1/0.146). על מנת לקבל את מכפיל הרווח הנקי הסופי למכפיל הביניים תוספת של 20% (כמקובל בקרב מעריכי שווי בארה"ב בעת המעבר בין ההופכי של ה- CAPM למכפיל הרווח הנקי) ולכן קיבלתי מכפיל רווח נקי סופי של 8.22 (= 1.2*6.85).
- מהכפלת הרווח הנקי המייצג של פעילות סוכנויות הביטוח (12 מיליון ש"ח במקרה דנן שלפנינו) במכפיל הרווח הנקי הסופי (8.22 במקרה דנן שלפנינו) קיבלתי ששווי פעילות סוכנויות הביטוח של הראל נאמד בכ- 96 מיליון ש"ח, כמפורט בלוח 5 בהמשך.

לוח 5 – בדיקת סבירות (במיליוני ש"ח)

	18'	19'	20'	21'	22'	23'	ממוצע
רווח לפני מס	18	14	19	19	20	16	**18**
תורים מומנים מייצג לפני מס							18
שיעור המס הרלוונטי למוסד כספי							34.19%
רווח מייצג של פעילות סוכנויות הביטוח							**12**
מחיר ההון העצמי של החברה							14.60%
ההופכי של מחיר ההון העצמי							6.85
תוספת מקובלת מעל להופכי של מחיר ההון העצמי							20.00%
מכפיל רווח נקי ראוי							**8.22**
שווי פעילות סוכנויות הביטוח של מגדל							**96**

- **הסכום שהתקבל משיטת המכפיל כ- 96 מיליון ₪ מהווה כ- 95.1% מהסכום שהתקבל בשיטת ה- DCF.**

לסיכום

- **ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים מצביעה על שווי לפעילות של כ- 100 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 (100 מיליון ש"ח) לבין השווי על בסיס שיטת המכפיל (96 מיליון ש"ח) נמצאה על ידי כסבירה (4.9%).**

אודות מעריך השווי

למד ונבחן בקורסים שונים בהערכות שווי באוניברסיטת בן-גוריון ובאוניברסיטת אריאל בשומרון; מבצע הערכות שווי כלכליות משנת 2004 ומייעץ בכל תחומי הערכות השווי (מימון תאגידי, מימון כמותי ומידול פיננסי וכלכלי); פרסם מאות מאמרים בעברית ובאנגלית בתחומי הערכות השווי; ייעץ בעבר לחברות ביטוח וחברות ציבוריות ופרטיות בהערכות שווי; פיתח מודלים, פונקציות ומשוואות 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 הדעת של הלשכה בתחומי הערכות השווי; פיתח את תוכניות ההסמכה של הלשכה בתחומי הערכות השווי; מסמיך מעריכי שווי בישראל משנת 2015; מתמנה מעת לעת ע"י בתי משפט ובתי דין כמעריך שווי וככלכלן מוסמך.