

הערכת שווי של חברת הראל השקעות בביטוח ושרותים פיננסיים בע"מ נכון ל-31.12.2023 באמצעות מודל ה-DCF



אין לראות בכתבה זו המלצה או חליף לשיקול דעתו העצמאי של הקורא, או הצעה או שיווק השקעות או ייעוץ השקעות!!!!

האקטואר **רועי פולניצ'ר** העריך את שווייה ההוגן של חברת הראל השקעות 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 חברה הביטוח – סכום של כ-1,995 מיליוני ₪. צירוף שלוש הסכומים הנ"ל מלמד על שווי של כ-10,118 מיליוני ₪, כמפורט בלוח 2 בהמשך.
- כיוון שההון הכלכלי המחושב אינו כולל את שווי העסקים החדשים בביטוחי חיים בריאות ופנסיה, יש לגרוע, לצורך החשואה, את הסכום של 1,536 מיליוני ₪ שיוחס בהתבונה לשווי העסקים החדשים מסכום ההערכה. הסכום המתואם לצורך החשואה יהיה כ-11,029 מיליוני ₪ (כ-109% מסכום ההון הכלכלי המותאם) וכמפורט בלוח 2 להלן:

לוח 2 - בדיקת סבירות

מיליוני ₪	תיאור
13,097	הון "כלכלי" קיים בחברת הביטוח לפי סולבנסי II
-4,974	בניסוי: כתב התחייבות נדחים המהווים הון משני שלישי
1,995	בצירוף: שווי מאזני של השקעות החברה בחברות אחרות
10,118	סה"כ
12,565	תוצאת ההערכה (כמפורט בלוח 1 לעיל)
-1,536	בניסוי: ערך ערדי של עסקי ביטוח חיים, פנסיה ובריאות
11,029	סה"כ

- יש לתת את הדעת לכך, שסכום ההון הכלכלי המחושב הינו נכון ליום 30.06.2023, ואינו כולל את השפעת ההוגן של העסקית של החברה ותוצאותיה בחציון השני של שנת 2023 על תמחיל השקעות ועל ההתחייבויות הביטוחיות, וכן השפעת אקסונגיות 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 6,038 מיליוני ₪.** סכום זה נמוך בכ-51.9% מהשווי ההוגן של החברה המתקבל מגישת DCF בסך של כ-12,565 מיליוני ₪.
- המלומד פרופ' Aswath Damodaran, החשב כיום לאחד מבני הסמכה הבולטים והמצוטטים ביותר בתחום הערכת השווי, עמד על הבדל שבין ה"ערך" ה-Intrinsic Value לבין המחיר המצוטט בבורסה - Price Versus Value. הפער בין המחיר לערך יכול להיות לשינוי המכונים: לעיתים מחירי הבורסה גבוהים מהערך הכלכלי של החברה, ולעיתים להיפך. בין הגורמים לפער מונה Damodaran בעיות של חוסר במידע, נזילות, ומשטר האגיד.

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

- מזה תקופה ארוכה נערכים דיונים רבים בקרב אנשי המקצוע בתחום הביטוח ושוק הונגוע לאפשרות של תמחור בחסר של חברות הביטוח בישראל. לראייה, ביום 4 בפברואר 2013 נערך דיון במסגרת "פורום שווי הונג" בהשתתפות בכירים מעולם שוק ההון והביטוח בנושא **"בין החשבונאות לשוק - האם חברות הביטוח מתומחרות בחסר"**, אשר דן בשאלת 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 שבהתאם לכללי חשבונאות, במאזניהן של חברות הביטוח לא נכללים נכסים בלתי מוחשיים ומניטין עצמחו בחברה. לכן, צפוי היה שההון העצמי של חברות הביטוח יהווה סוג של "מחיר רצפה" לשווי הכלכלי.

- בשנים האחרונות התבצעו שינויים רגולטוריים רבים בענף הביטוח, אשר בעקבותיהם עלתה רמת אי הדוהמה בתחום וכן הסיכויים לקבלת דיבידנדים על ההשקעה בחברות ביטוח אינם ברורים אף הם.

- ענף הביטוח מופע באופן ניכר בשוק ההון. התנדדות 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" ממחיר מניית החברה בבורסה, ולראות בתות על ההון העצמי המיוחס לבעלי מניות החברה בספרי החברה נכון ל-31.12.2023, 8,893 מיליוני ₪, כאינדיקציה משמעותית יותר לשווי החברה.**

אומדן שווי הפעילות במגזרי הפעילות ובתחומי הפעילות האחרים של החברה

- היווני 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.
- התבאר ההיוון מצביעה על שווי של כ-7,498 מיליוני ₪, נכון ליום 31.12.2023.

אומדן שווי אחזקות החברה בחברות נוספות

- שווי ההשקעה של החברה בחברות כלולות, נכון ליום 31.12.2023 היה כ-1,186 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-100 מיליוני ₪.

- הוספתי לסכום ההערכה את יתרת הנכסים הפיננסיים הפנויים – סכום של כ-100 מיליוני ₪, כאמור לעיל.

התחייבויות פיננסיות

- ההתחייבויות הכספיות של החברה, נכון ליום 31.12.2023, שאותן גרעתי מסכום ההערכה, לפי ערךן ההתחייבויות הסתכמו בכ-3,790 מיליוני ₪.

התחייבויות אחרות

- גרעתי מסכום ההערכה את סכום ההתחייבויות האחרות של החברה (בשל הטבות לעובדי, זכאים אחרים ומיסים שוטפים) בסכום כולל של 346 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, הפניה לודאות בשל תביעות אלו.

- למיטב 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 471 מיליוני ₪ (לאחר מס), בגין תביעות תלויות אלו ובגין השלמה לעתודות הביטוח בגין שינויים אקטואריים נוספים שיתכן וידרשו 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 של כ-12,565 מיליוני ₪.** נכון ליום 31.12.2023, סכום זה מהווה כ-141.3% מהשווי המאזני של ההון המיוחס לבעלי מניות החברה.

לוח 1 - סיכום ההערכה בשיטת ה-DCF

מיליוני ₪	תיאור
8,387	מגזר ביטוח חיים
7,498	מגזר פעילות נוספים
1,186	שווי חברות מחוקקות
100	נכסים פיננסיים
-3,790	התחייבויות פיננסיות
-346	התחייבויות אחרות
-471	הפרשה מיוחדת
12,565	סה"כ
100.00%	אחוז מהון החברה
12,565	שווייה ההוגן של החברה

בדיקת סבירות

- "ההון הכלכלי" של החברה כפי שהוא מחושב לעניין כושר פירעון (SCR), היה נכון ליום 31.12.2023 היה כ-13,097 מיליוני ₪. למיטב הבנתי, **סכום זה (בכפוף להאמות הנדרשות שתפורטנה בהמשך) יכול להיות אינדיקציה משמעותית לשווייה ההוגן של החברה.**

- ההון הכלכלי" המחושב כולל גם כתבי התחייבות נדחים המהווים הון משני ושלישוני מורכב. יתרת כתבי התחייבויות הנדחים ליום 31.12.2023, הייתה כ-4,974 מיליוני ₪. לפיכך, לצורך אומדן השווי ההוגן של החברה, יש לגרוע סכום זה מסכום ההון הכלכלי המחושב.

כלי
קיימות מספר שיטות להערכת שווי חברות ועסקים. מטבע הדברים, לכל שיטה יתרונות וחסרונות, ויש לקוט בה בהתאם למידת שימתה למקרה המתאים /או לסיטואציות ההערכה ומטרתה.

הגישה המקובלת ביותר כיום לביצוע הערכת 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 מבטא את השווי התפעולי של החברה (enterprise value). לצורך מציאת שווי ההון העצמי יש להפחית משווי הפעילות את סכום התחייבויות הפיננסיות נטו (ולחוסף 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) בשלב ראשון, הערכתי את שווי עסקי ביטוח החיים הפנסיה והבריאות, שווי עסקי הביטוח הכלכלי, פעילות ניהול קופות הגמל, מגזר השירותים הפיננסיים והאחזקות בסוכנויות הביטוח, לפי שיטת ה-DCF, כאשר בחישוב ניתן ביטוי להוצאות הנהלה וכלליות שאינן מיוחסות למגזרי הפעילות, להכנסות פיננסיות בלתי מיוחסות ולעלויות המימון הנובעות מכתבי התחייבות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב.
- 2) לשווי התפעולי שחושב בשלב הראשון הוספתי את השווי המאזני של השקעות החברה בחברות אחרות.
- 3) מהשווי המצטרי שחושב בשני השלבים הראשונים גרעתי את סכום ההתחייבויות הפיננסיות (למעט כתבי התחייבות נדחים המוכרים כהון משני ושלישוני מורכב).
- 4) וההתחייבויות 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") – לבניה נערכה תחזית רווחים מפורטת;
 - ב. שנת 2029 ואילך, בשלביה 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 נתונים, הנגזרים מהפוליטות השונות שהנפיקה החברה בעבר, הנחות אקטואריות דמוגרפיות וכלכליות, ותחזיות לתזרימי המזומנים הצפויים לאורך תקופות ארוכות במיוחד.

- אומדן שווי תיקי הביטוח הקיימים של החברה, נכון ליום 31.12.2023 נאמד בכ-6,851 מיליוני ₪, כערך הנוכחי של הרווחים העתידיים בתיקי ביטוח חיים הבריאות והפנסיה) מהוון בשיעור היוון הכולל את ערך הזמן של הסכף (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 סצפרי (בשל עליה אפשרית בשיעורי הביטולים והפדיונות, בעיקר בעסקי ביטוח חיים).

- אומדן שווי עסקי הביטוח (חיים, בריאות ופנסיה של החברה) העתידיים של החברה, נכון ליום 31.12.2023 נאמד בכ-1,536 מיליוני ₪, כערך הנוכחי של עסקי הביטוח החדשים העתידיים הצפויים לחברה בתחומי פעילות אלו, מהוון בשיעור היוון הכולל את ערך הזמן של הסכף (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 סצפרי (בשל עליה אפשרית בשיעורי הביטולים והפדיונות, בעיקר בעסקי ביטוח חיים) ומכפול במכפול שווי של 5 לערך העסקים החדשים (Value of new Business).

- לפיכך, אומדן השווי של עסקי ביטוח חיים, הבריאות והפנסיה של החברה, נכון ליום 31.12.2023 מסתכם בכ-8,387 מיליוני ₪.