

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



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

בדיקת סבירות

- שאלת השווי היא האם התוצאה שלי היא סבירה או לא.
- הדרך המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית להערכת שווי חברות הפועלות כספק חל, הינה גישת היוון תזרימי המזומנים העתידיים (DCF - Discounted Cash Flows), כאמור. עם זאת, בשל אי הוודאות הגבוהה בחיזוי תזרימי המזומנים של פעילות עסקית, רצוי לתמוך את התוצאה המתקבלת בהערכות על בסיס מודולוגיות הערכה נוספות, ובכלל זה בשיטת המכפיל.
- לכן, הערכתי את שווייה של החברה באמצעות מכפיל רווחיות על הרווח הנקי הצפוי בגין פעילות סוכנויות הביטוח של הפניקס.
- 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. סרטנה העיקרי הוא אי התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על השווי.
- פעילות סוכנויות הביטוח מרוכזת בקבוצת הפניקס כאמור תחת החברה. פעילות זו מוצגת בביאור המגורים של החברה במסגרת מגזר "סוכנויות הביטוח".
- 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- 235 מיליון ש"ח. שיעור המס הרלוונטי למוסד כספי עומד נכון למועד הערכת השווי על 34.19%, כך שהרווח השנתי המייצג לאחר מס הנובע לפניקס מפעילות הסוכנויות נאמד על ידי בכ- 155 מיליון ש"ח.
- על מנת לקבל את מכפיל הרווח הנקי לקחתי את את מחיר הון הסופי של החברה (13.80%) וחילצתי את ההופכי שלו לשם קבלת מכפיל ביניים של 7.25 (= 1/0.138). על מנת לקבל את מכפיל הרווח הנקי הוספתי למכפיל הביניים תוספת של 20% (מקובל בקרב מעריכי שווי בארה"ב בעת המעבר בין ההופכי של ה-CAPM למכפיל הרווח הנקי) ולכן קיבלתי מכפיל רווח נקי סופי של 8.70 (= 7.25 * 1.2).
- מהפחלת הרווח הנקי המייצג של פעילות סוכנויות הביטוח (155 מיליון ש"ח במקרה דגן שלפנינו) במכפיל הרווח הנקי הסופי (8.70) במקרה דגן שלפנינו קיבלתי ששווי פעילות סוכנויות הביטוח של הפניקס נאמד בכ- 1,348 מיליון ש"ח, כמפורט בלוח 5 בהמשך.

לוח 5 - בדיקת סבירות (מכפיל רווח נקי)

חברות סוכנויות ביטוח	2023	2022	2021	2020	2019	2018
רווח לפני מס	125	171	237	300	307	235
תזרים מזומנים מייצג לפני מס	235					
שיעור המס הרלוונטי למוסד כספי	34.19%					
רווח מייצג של פעילות סוכנויות הביטוח	155					
מחיר הון העצמי הסופי של החברה	13.80%					
ההופכי של מחיר הון העצמי	7.25					
תוספת מקובלת מעל לחופכי של מחיר הון העצמי	20.00%					
מכפיל רווח נקי ראוי	8.70					
שווי פעילות סוכנויות הביטוח של הפניקס	1,348					

- הסכום שהתקבל משיטת המכפיל כ- 1,348 מיליון ש"ח מהווה כ- 97.3% מהסכום שהתקבל בשיטת ה- DCF.

לסיכום

- ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים מצביעה על שווי לחברה של כ- 1,385 מיליון ש"ח נכון ליום 31 בדצמבר 2023.
- כאינדיקציה לסבירות הערכת השווי בהנתי את סבירות תוצאת עבודתי על בסיס שיטת המכפיל. הסטייה בין השווי המתקבל בשיטת ה- DCF (1,385 מיליון ש"ח) לבין השווי על בסיס שיטת המכפיל (1,348 מיליון ש"ח) נמצאה על ידי כסבירה (2.7%).

אודות מערך השווי

למד ונבחן בקורסים שונים בהערכות שווי באוניברסיטת בן-גוריון ובאוניברסיטת אריאל בשומרון; במצב הערכות שווי כלכליות משנת 2004 ומייצג 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 כמערך שווי ע"י הלשכה; לימד בעבר וגם מלמד בהווה בקורסים והשתלמויות מקצועיות של הלשכה בתחומי הערכות השווי; הוביל והשתתף בכתיבת גילויי דיעה של הלשכה בתחומי הערכות השווי; פיתח את תוכנית ההסמכה של הלשכה בתחומי הערכות השווי; מסמך מעריכי שווי בישראל משנת 2015; מתמנה מעת לעת ע"י בתי משפט ובתי דין כמערך שווי ובכללן מוסמך.

- פרמיית הסיכון המקובלת בשוק הון בישראל הנה כ- 5.63%, בהתאם לתזרימי שפורסמו באתר של Damodaran נכון לתחילת שנת 2024.
- תזרימים אלה גוזרים לפי נוסחת CAPM, מחיר הון של כ- 11.47% (= 1.261 * 5.63% + 4.37%).
- מצאתי לנכון, לצורך אומדן שווי פעילות החברה, להוסיף למחיר הון שמצאתי גם פרמיית סיכון נוספת של 2.33%. פרמיה זו משקפת גם את הסיכונים הרגולטוריים הנובעים מפעילות בשוק מפקח, ומסיכונים נוספים.
- מחיר הון הסופי כולל פרמיית סיכון הינו כ- 13.80% (= 11.47% + 2.33%) ובקירוב- 13.8%.

הרווחים הצפויים של החברה

- חלק החברה ברווח לאחר מס חברות המוחזקות על ידה הסתכם בשנת 2023 בכ- 160.2 מיליון ש"ח. בשנת 2022 הסתכם חלקה של החברה ברווח החברות הי"ל בכ- 158.9 מיליון ש"ח, לעומת סכום של בכ- 166.2 מיליון ש"ח בשנת 2021.
- להערכת, רווחיות החברה תושפע בעתיד מהגורמים הבאים:
 - עליה בהיקף ההכנסות מעמלות ממכירת פנסיה חלף מוצרי ביטוח מנהלים, ובשל שינויים רגולטוריים המאפשרות לסוכנויות לגבות הדמי טיפול מהממסדיקים.
 - העמקת השימוש באינטרנט שתביא לפגיעה בהכנסות מעמלות;
 - מיקוד מאמצים סוכנויות הביטוח לשיווק פוליסות ביטוח לסיכון בלבד, ופוליסות השקעה
- תוך איוון בין שיקולים אלו, הנחתי כי סכום הרווח של החברה יגדל לאורך תקופת התחזית, בשיעור נומינלי שנתי של 2%.
- בלוח 2 להלן מוצגת התחזית לרווחי החברה:

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

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
פוטנצי	159	160	163	167	170	173
החזית						
החלק ברווחי הסוכנויות	159	160	163	167	170	173

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 ריאלי של הרווחים משנת 2028 ואילך.

סיכום ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים

- בלוח 3 בהמשך, מוצגים הרווחים הצפויים מפעילות החברה, כשהמס, המוויים ליום 31.12.2023.
- תוצאת היוון מצביעה על שווי של כ- 1,385 מיליון ש"ח, נכון ליום 31.12.2023.

לוח 3 - אומדן שווי החברה במיליון ש"ח

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
פוטנצי	159	160	163	167	170	173
החזית						
רווח לאחר מס	159	160	163	167	170	173
מקדם הון	9.37	9.24	9.24	9.24	9.24	9.24
סכום מרווח	153	153	153	153	153	153
מ"ה						
	1,385					

- היוון לפי שיעור של 13.80%
- בחישוב התזרים השווי הונח שיעור צמיחה של 1.0% (נומינלי).

ניתוח רגישות

- ערכתי ניתוח של רגישות תוצאות ההערכה לשינויים של 0.5% בשיעור ההיוון (בטווח שבין 12.8% ל- 14.8%), ולשינויים של 0.5% בשיעור הצמיחה של התזרים השווי (בטווח שבין 0.0% ל- 2.0%).
- תוצאות ניתוח הרגישות מוצגות בלוח 4 להלן:

לוח 4 - ניתוח רגישות של שווי החברה (מכפיל רווח נקי)

שיעור הצמיחה	12.80%	13.30%	13.80%	14.30%	14.80%
0.00%	1,421	1,370	1,323	1,274	1,238
0.50%	1,457	1,403	1,353	1,306	1,263
1.00%	1,496	1,438	1,385	1,336	1,290
1.50%	1,539	1,477	1,420	1,368	1,319
2.00%	1,585	1,519	1,458	1,402	1,351

מעריך שווי מוסמך (CFV) המתמחה בהערכת שווי תיקי ביטוח, סוכנויות ביטוח וחברות ביטוח עניין אותי לבדוק כמה שווה חברת הפניקס סוכנויות ביטוח (1989) בע"מ ("החברה"). אז צללתי לדוחות הכספיים של חברת הפניקס אחזקות בע"מ (חברת האם) והחלטתי לחלץ משם נתונים שדיעונו בידי להעריך את שווייה של החברה נכון ל- 31 בדצמבר 2023 ("מועד הערכת השווי").

כלי

הפניקס ביטוח מחזיקה במספר סוכנויות ביטוח משמעותיות המאוגדות כחברות תחת חברת הפניקס סוכנויות ביטוח (1989) בע"מ, וכמפורט בלוח 1 להלן:

לוח 1 - סוכנויות ביטוח בחופזה החברה

סוכנויות הביטוח המרוכזות שבשליטת חברת הביטוח
הפניקס
אבס לידרים
שקל
אורן מזרח
כחן גבעון
ט.א.י.ש
קוואלטי

מתודולוגיה

- ככלל, קיימות מספר שיטות להערכת שווי חברות ועסקים. מטבע הדברים, לכל שיטה יתרונות וחסרונות, ויש לבקוט 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 של חברה נגזר מערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים אשר צפויים לנובע ממנה לאורך יתרת חייה הכלכליים. הערך הנוכחי המהווה של תזרימי המזומנים החופשיים הבלתי מוגבלים מבטא את השווי התפעולי של החברה (enterprise value). לצורך מציאת שווי הון העצמי יש להפחית משווי הפעילות את סכום ההייבויבותיה הפיננסיות נטו (ולחוסף 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 חילקה - 2027 ("תקופת התחזית הקרובה") - לגביה נערכה תחזית רווחים מפורטת;
 - שנת 2028 ואילך, שלגביה הצבתי "תזרים מייצג" (הננזו 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 (הביתא) - היחס בין מכפלת סטיית התקן של תשואות המניה במקדם המתאם (קרי, בקורולציה שבין רמת הסיכון של המניה לבין רמת הסיכון של התיק השוק) לבין סטיית התקן של תשואות התיק השוק. מקדם זה מבטא את מידת ה"גמישות" של תשואת המניה לשינוי של 1% בתשואות התיק 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%.
- חברה ציבורית ממוחשבת הביאה על פי רגישות מול תשואות התיק השוק (בחישוב שבו) כמשתנה מסביר, ביחס לתשואות המניה (בחישוב שבו) כמשתנה מוסבר, בשנתיים שקדמו למועד הערכת השווי. מכיוון שמניית החברה אינה נסחרת, אמדתי את הביאה של מניית הפניקס אחזקות אשר החברה נמצאת בבעלותה ובשליטתה. מקדם הסיכון השיטתי של הפניקס הינו כ- 1.261. והוא חושב על בסיס 104 תצפיות שבועיות של תשואות מניית הפניקס בשנתיים שהסתיימו ביום 31 בדצמבר 2023 ביחס לתשואות מדד תל-אביב 125.