



הערכת שווי של חברת הפניקס אחזקות 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 הפניקס אחזקות ליום ה- 31 בדצמבר 2023 ע"ב מודל ה- DCF.

- **לכלי**, קיימות מספר שיטות להערכת שווי חברות ועסקים. ככלל, תזרימי המזומנים העתידיים – (Discounted Cash Flows – DCF). על פי שיטה זו, שווי הפעילות של חברה נגזר מערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים אשר צפויים לנבוע ממנה לאורך יתרת חייה הכלכליים. הערך הנוכחי המהוון של תזרימי המזומנים החופשיים הבלתי ממונפים מטבא את השווי התפעולי של החברה (enterprise value). לצורך מציאת שווי ההון העצמי של להפחית משווי הפעילות את סכום התחייבויותיה הפיננסיות נטו (ולחוסף את שווי הנכסים העודפים, ככל שקיימים כאלה). נכסים עודפים הם נכסים שלא הובאו בחשבון בחישוב השווי התפעולי של החברה.

- **אומדן שווי הפעילות במגזרי הפעילות ובתחומי הפעילות האחרים של החברה**
- **היוונית ליום 31.12.2023** את הרווחים הצפויים ממגזרי הפעילות ותחומים האחרים של החברה (למעט מגזרי החיים, הפנסיה והבריאות) ואת ההכנסות מהשקעות פיננסיות בלתי מיוחסות בניכוי הוצאות הנהלה וכללויות בלתי מיוחסות, במחירי ההון המשוקלל של החברה.
- **ליום 31.12.2023** ההיוון מצביעה על שווי של כ- 7,001 מיליוני ש"ח, נכון ל- 31.12.2023.

אומדן שווי אחזקות החברה בחברות נוספות

- שווי ההשקעה של החברה בחברות כלולות, נכון ליום 31.12.2023 היה כ- 1,309 מיליוני ש"ח.

נכסים פיננסיים

- **נכון ליום 31.12.2023**, נכללו במאזן ה"סולו" של החברה נכסים פיננסיים "פנויים" (שאינם מיוחסים למגזרי הפעילות) בסכום כולל של כ- 122 מיליוני ש"ח.
- **הוספתי לסכום ההערכה את יתרת הנכסים הפיננסיים הפנויים** – סכום של כ- 122 מיליוני ש"ח, כאמור לעיל.

התחייבויות פיננסיות

- **ההתחייבויות הכספיות של החברה**, נכון ליום 31.12.2023, שאותן גרעתי מסכום ההערכה, לפי ערךן ההתחייבויותי הסתכמו בכ- 3,463 מיליוני ש"ח.

התחייבויות אחרות

- **גרעתי מסכום ההערכה את סכום ההתחייבויות האחרות של החברה** (בשל הטבות לעובדים, זכאים אחרים ומיסים שוטפים) בסכום כולל של 379 מיליוני ש"ח.

הפרשה מיוחדת

- **כנגד החברה**, כמו יתר חברות הביטוח המובילות בישראל, תלוי מספר רב של תביעות משפטיות, ובהן בקשות לאישור תובענות ייצוגיות. רואי החשבון של החברה כוללים בחוות דעתם על הדוחות הכספיים, הפניה לאי ודאות בשל תביעות אלו.
- **למיטב הבנתי**, כל קונה סביר ייתן דעתו להפסדים אפשריים בגין תביעות אלו, וידרוש התאמת מחיר ו/או הסדרי שיפוי.
- **לפיכך**, מצאתי לנכון לכלול בהערכה הפרשה מיוחדת בסכום של 516 מיליוני ש"ח (לאחר מס), בגין תביעות תלויות אלו ובגין השלמה לתודות הביטוח בגין שניונים אקטואריים נוספים שיתכן ויידרושו בעתיד בעקבות שניונים רגולטוריים.

סיכום ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים

- **בלוח 1** בהמשך מוצג סיכום ההערכה בשיטת היוון תזרימי המזומנים. **ההערכה מצביעה על שווי הון לחברה של כ- 11,906 מיליוני ש"ח. נכון ליום 31.12.2023, סכום זה מהווה כ- 112.5% מהשווי המאזני של הון המיוחס לבעלי מניות החברה.**

לוח 1 - סיכום ההערכה בשיטת ה- DCF

מיליוני ש"ח	מגזר ביטוח החיים
7,832	מגזר פעילות נוספים
7,001	שווי חברות מוחזקות
1,309	נכסים פיננסיים
122	התחייבויות פיננסיות
-3,463	התחייבויות אחרות
-379	הפרשה מיוחדת
-516	ס"ה
11,906	
100.00%	אחוז מהון החברה
11,906	שווייה ההוגן של החברה

בידיקת סבירות

- **ההון הכלכלי** של החברה כפי שהוא מוחשב לעניין כושר פירעון (SCR), היה נכון ליום 31.12.2023 היה כ- 12,410 מיליוני ש"ח. למיטב הבנתי, **סכום זה (במבט להאמת הנדרשת שתפורט בהמשך) יכול להיות אינדיקציה משמעותית לשייחיה ההוגן של החברה.**
- **ההון הכלכלי** המחושב כולל גם כתיבת התחייבות נדחים המהווים הון משני ושלישוני מורכב. יתרת כתיבת התחייבויות הנדחים ליום 31.12.2023, הייתה כ- 4,713 מיליוני ש"ח. לפיכך, לצורך אומדן השווי ההוגן של החברה, יש לגרוע סכום זה מסכום ההון הכלכלי המחושב.

לוח 2 - דרישת סביבות

מיליוני ש"ח	הון "כלכלי" קיים בחברת הביטוח לפי סובבנס II
12,410	בניכוי- כתבי התחייבות נדחים המהווים הון משני ושלישוני
-4,713	בניכוי- שווי מאזני של השקעות החברה בחברות אחרות
2,202	ס"ה
9,899	
11,906	תוצאת ההערכה (מפורט בלוח 1 לעיל)
-1,435	בניכוי- ערך עתיד של עסקי ביטוח החיים, הפנסיה והבריאות
10,472	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 תמחיל ההשקעות ועל ההתחייבויות הביטוחיות, וכן השפעות אקסג'נריות כגון שינוי של עקום הריבית ושינויים רגולטוריים המשפיעים על הסיבבה העסקית.

התייחסות לפער שבין שווי השוק של החברה לתוצאת ההערכה של החברה

- **שווי השוק של החברה, נכון ליום 31.12.2023, היה 9,635 מיליוני ש"ח.** סכום זה נמוך בכ- 19.1% מהשווי ההוגן של החברה המתקבל מגישת DCF בסך של כ- 11,906 מיליוני ש"ח.
- המלומד פרופ' Aswath Damodaran, החשב כיום לאחד מבני הסמכה הבולטים והמוטוטיים ביותר בתחום הערכות השווי, עמד על ההבדל שבין ה"ערך" ה- Intrinsic Value לבין המחיר המצוטט בבורסה - Price Versus Value. הפער בין המחיר לערך יכול להיות ל"שני הכיוונים": לעתים מחירי הבורסה גבוהים מהערך הכלכלי של החברה, ולעתים להיפך. בין הורמים לפער מונה Damodaran בעיות של חוסר במידע, נזילות, ומשטר תאגידי.
- **להערכת, במקרה שלמפניו, אכן נותר פער משמעותי בין מחירי המניות של החברה לבין ערכה הכלכלי.**
- **מזה תקופה ארוכה נערכים דימונים רבים בקרב אנשי העסקים בתחום הביטוח ושוק ההון בנוגע לאפשרות של תמחור בחסר של חברות הביטוח בישראל.** לראייה, ביום 4 בפברואר 2013 נערך דיון במסגרת "פורום שווי הוגן" בהשתתפות בכירים מעולם שוק ההון והביטוח בנושא "בין החשבונאות לשוק - האם חברות הביטוח מתמחרות בחסר", אשר דן בשאלת תמחורן של חברות הביטוח בישראל. אחת המסקנות העיקריות של הדיון הינה כי נכון להיום אכן סביר כי חברות הביטוח בישראל מתמחרות בחסר וזאת, בין היתר, מהסיבות הבאות:
- **נכון ל- 31.12.2023**, כל חברות הביטוח בישראל, למעט אי.די.איי ביטוח וליבריה, נסחרו מתחת להון העצמי שלהן. לדעת מומחים, בטווח הארוך מצב זה אינו סביר וזאת מכיוון שבמהלך השנים חשבוונאות, במאזניהן של חברות הביטוח לא נכללים נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין שמכוח חברתה. 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 ההשקעה בחברת ביטוח אינם ברורים אף הם.**
- **ענף הביטוח מופעל באופן ניכר משוק ההון.** התנדוות שחלו בשוק זה בשנים האחרונות השפיעו על רווחיות חברות הביטוח ולכן הקשו על השוק לתמחרן.
- **לאור המסקנה העולה מהאומדן לעיל בנוגע לתמחורן בחסר של חברות הביטוח, הרי שניתן "להתעלם" ממחירי מניית החברה בבורסה, ולראות בתוצאת ענף ההון העצמי המיוחס לבעלי מניות החברה בפנייה החברה הן ל- 31.12.23 (10,580 מיליוני ש"ח), ואינדיקציה משמעותית לשווי החברה.**