

רוזנפלד התייחס בכנס
עדיף לבריאות לסוגיות
הבוערות בענף הביטוח
ולמאבקי הלשכה שעל
הפרק • על ביטוחי
הנסיעות לחו"ל: "לא
נאפשר לקופה"ח
להכנס לתחום"
על פוליסת תאונות
אישיות: "במקום
להילחם במוקדים שינו
את המוצר" < עמ' 3



נשיא הלשכה רוזנפלד:

"דוח מבקר המדינה בנושא ביטוחי הבריאות הוכיח שצדקנו"

משכנתה הפוכה
הראל מציעה פתרון מימון
חדש לבני +60: הלוואה
לבעלי דירות על בסיס
שעבוד הנכס הקיים < עמ' 13

פרשנות מצמצמת
מה נחשב כ"תאונה" לעניין
פוליסת תאונות אישיות?
עו"ד גיל קראוס מנתח את
הפסיקה בנושא < עמ' 16

מומחיות נפרדת
הממונה פועל
להסדרת רישיון נפרד
לסוכני ביטוח בתחום
הבריאות < עמ' 5

גישת השוק ומכפיל ה-EBITDA להערכת שווי סוכנויות ביטוח



האקטואר רועי פולניצר מסביר מהי גישת השוק ומהו מכפיל ה-EBITDA המשמש להערכת שווי סוכנויות ביטוח

חישוב שווי סוכנות ביטוח פרטית (דוגמה)

מכפיל 5.76 על ה-EBITDA הממוצע של סוכנויות ביטוח דומות	=	10.71	מיליון ש"ח
בתוספת מזומנים ושווי מזומנים	=	2.30	מיליון ש"ח
בניכוי אשראי מתגידים בנקאיים וחברות ביטוח לז"ק ולז"א	=	(7.40)	מיליון ש"ח
בניכוי עתודה לפיצויי פרישה	=	(0.30)	מיליון ש"ח
סה"כ שווי סוכנות הביטוח	=	5.31	מיליון ש"ח

כפי שציינתי בכתבות הקודמות, השיטה המועדפת בדרך כלל להערכת שוויין של סוכנויות ביטוח הינה שיטת ה-DCF. שיטת זו מבוססת על ניסיון לחזות את העתיד. במקום שישנו קושי באומדן מרכיבי התזרים העתידי, ניתן להשתמש בשיטות מקורבות, כגון מודל מכפיל ה-EBITDA הנגזר מגישת השוק. גישת השוק אומרת את שווייה של סוכנות הביטוח המוערכת, ביחס לסוכנות ביטוח "דומה" במאפייניה, על בסיס ניתוח עסקאות דומות ככל שניתן בין "קונה מרצון" ו-"מוכר מרצון", בתחומים קרובים ככל שניתן לסוכנות הביטוח המוערכת. נאמר מראש, לעיתים, גם לאחר מחקר מקיף מידע כזה חסר או אינו מדויק דיו. כתוצאה מכך גישת השוק אינה ישימה לעיתים קרובות ועשויה לשמש לרוב כאמת מידה כללית והשוואתית בלבד לתוצאות ההערכה בשיטות האחרות.

מכפיל ה-EBITDA בודק את היחס שבין שווי הפעילות של סוכנות הביטוח הציבורית לבין רווחי ה-EBITDA שלה. כלומר, כמה מוכנים המשקיעים לשלם עבור פעילות הסוכנות כולה, ביחס ל-EBITDA שלה. אם מכפיל ה-EBITDA הוא 10, פירוש הדבר הוא שהמשקיעים מוכנים לשלם עבור פעילות הסוכנות כולה פי 10 מרווחי ה-EBITDA שלה.

החצינו של סוכנויות ביטוח ציבוריות התואמות בקירוב לפעילות ולהיקף של הסוכנות המוערכת (להלן: "סוכנויות המדגם"). אם לדוגמה ה-EBITDA השנתי הממוצע של הסוכנות המוערכת הוא 2 מיליון שקל, ומכפיל ה-EBITDA הממוצע של סוכנויות המדגם (קרי, היחס שבין שווי הפעילות של כל אחת מסוכנויות

כדי להבטיח בסיס נכון לחישוב מכפיל ה-EBITDA יש צורך "להציב" במונה היחס את שווי הפעילות של סוכנות הביטוח הציבורית נכון למועד ההערכה (ולא רק את שווי השוק שלה) ובמכנה את ה-EBITDA שלה בארבעת הרבעונים שקדמו למועד ההערכה (ולא רק את הרבעון, החצינו או התשיעון האחרון).

רק לגבי סוכנויות ביטוח שמניותיהן נסחרות בבורסת בחו"ל ניתן ליישם את גישת השוק, בהנחה שהמחיר שנקבע למניות של סוכנות הביטוח בבורסה אכן משקף את ערכה של סוכנות הביטוח

על מנת להעריך את שווי סוכנות ביטוח פרטית על סמך מכפיל ה-EBITDA, יש צורך לאתר את מכפילי ה-EBITDA של סוכנויות ביטוח ציבוריות הדומות במאפייניהן לפעילות סוכנות הביטוח הפרטית המוערכת, או את מכפילי ה-EBITDA בעסקאות מכירה של סוכנויות ביטוח דומות. משימה זו כמובן קשה מאוד, מאחר שקשה למצוא שתי סוכנויות ביטוח זהות.

המדגם, הכולל את שווי השוק שלה בבורסה בתוספת שווי החוב הפיננסי שלה לבנקים ובניכוי יתרות מזומן והשקעות נזילות שלה, לבין ה-EBITDA (שלה) הוא 12, הרי ששווי הפעילות של סוכנות הביטוח המוערכת הוא 24 מיליון שקל (2 מיליון שקל כפול 12). על מנת להגיע לשווי השוק של הסוכנות המוערכת עלינו להוסיף את המזומנים, שווי המזומנים וההשקעות לטווח קצר של הסוכנות המוערכת ולנכות את יתרות החוב שלה לתאגידים בנקאיים ולאחרים.

על פי רוב, לא מומלץ להעריך שווי סוכנות ביטוח על סמך מכפיל ה-EBITDA בלבד, בגלל מגבלותיה של השיטה. אולם, ניתן להשתמש בשיטה זו במקביל לשיטת חישוב אחרת, כדי לנסות ולאמת בעזרתה את התוצאות שהתקבלו בשיטה האחרת (DCF או NAV).

דוגמה לשימוש בשיטה זו ניתן למצוא בחישוב השווי של סוכנות ביטוח פרטית אשר ביצעתי בתחילת דרכי כמעריך שווי. הסוכנות נמכרה בשנת 2004 תמורת סכום של 1.18 אלף דולר. שווייה של סוכנות הביטוח נקבע כדלקמן:

חישוב מכפיל ה-EBITDA

הכותב הינו יו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים והבעלים של "שווי פנימי" המתמחה במתן ייעוץ כלכלי והערכות שווי

השימוש במכפיל ה-EBITDA נפוץ ביותר בקרב מעריכי שווי של תאגידים ומשקיעים בבורסה.

הפנימי בשוק, גם ניסיון להסיק מסקנות ממחירי השוק של סוכנויות ביטוח אחרות שנמכרו, לא עולה תמיד יפה, מאחר שכמעט אין שתי סוכנויות ביטוח זהות וההשוואה עשויה להחטיא את המטרה. רק לגבי סוכנויות ביטוח שמניותיהן נסחרות בבורסת בחו"ל ניתן ליישם את גישת השוק, בהנחה שהמחיר שנקבע למניות של סוכנות הביטוח בבורסה אכן משקף את ערכה של סוכנות הביטוח. הנחה זו תהיה סבירה רק אם המניות של סוכנות הביטוח הן בעלות רמת סחירות גבוהה ואינן מושפעות מתנודות ספקולטיביות בבורסה. שווי השוק של סוכנות ביטוח ציבורית (קרי, שמניותיה רשומות למסחר בבורסה) נקבע לפי שער המניות בבורסה כפול כמות המניות הכוללת שהונפקה על ידי הסוכנות.

בתחום הערכות השווי, נהוג לחשב את שווי השוק של סוכנות ביטוח פרטית (קרי, כזו שמניותיה אינן רשומות למסחר בבורסה) לפי מכפיל ה-EBITDA (הרווח התפעולי של הסוכנות לפני הוצאות ריבית, פחת והפחתות), הממוצע/