



קביעת שווי לסוכנות ביטוח באמצעות שיטת היוון תזרימי המזומנים - DCF

מייסד ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, [האקטואר רועי פולניצר](#), חותם את ההסבר המלומד שלו על יישום שיטת היוון תזרימי המזומנים להערכת שווי סוכנות ביטוח.

בתוך מחיר ההון המשוקלל (WACC) של הסוכנות, בפרמיה על הסיכון, ולחשב את ערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים שנאמדו בצורה סבירה פעם אחת לפי מחיר הון משוקלל ללא פרמיית סיכון (הערכה אופטימית), פעם שנייה לפי מחיר הון משוקלל בתוספת פרמיית סיכון המקובלת בענף (הערכה סבירה) ופעם שלישית לפי מחיר הון משוקלל עם פרמיית סיכון גבוהה יחסית לענף (הערכה פסימית). עקרונית, אם פרמיית הסיכון חושבה נכון, הרי שהתוצאות שיתקבלו מחישוב ערכם הנוכחי של תזרימי המזומנים תחת מחירי ההון השונים, תהיינה זהות לתוצאות שיתקבלו מחישוב ערכם הנוכחי של התחזיות השונות (אופטימית, פסימית וסבירה) לפי מחיר הון משוקלל קבוע הכולל פרמיית סיכון המקובלת בענף.

לסיכום, שיטת היוון תזרימי המזומנים הינה שיטה נפוצה מאד הנחשבת כמבוססת ביותר, הן כלכלית – תיאורטית והן מבחינה מימונית – פרקטית. שיטה זו מנתחת ומודדת את התוחלת המהוונת של התמורה הכלכלית התזרימית העתידית (DCF) הצפויה לנבוע מסוכנות הביטוח המוערכת.

הדרך המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית להערכת שווי סוכנות ביטוח כעסק חי, הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים, כאמור. עם זאת, בשל אי הוודאות הגבוהה בחיזוי תזרימי המזומנים של פעילותה, רצוי לתמוך את התוצאה המתקבלת בהערכות על בסיס מתודולוגיות הערכה נוספות.

מקובל להעריך את שווייה של הסוכנות באמצעות מכפילי רווחיות שונים, באמצעות השוואה אינדיקטיבית לחברות דומות, ציבוריות הנסחרות בבורסות בחו"ל. כאינדיקציה לסבירות תוצאות הערכת השווי בשיטת ה- DCF מקובל לבחון את סבירות התוצאות באמצעות שימוש במודל Monte Carlo וכן על בסיס שיטת המכפיל.

המטרה היא לבדוק האם הסטיות בין השווי המתקבל בשיטת ה- DCF לבין השווי המתקבל בשיטת Monte Carlo ובשיטת המכפיל, הינן סבירות או לא.

להוסיף באחת מ- 3 השיטות שמניתי בכתבה הקודמת: ערך נוכחי של תזרימי מזומנים עד לאינסוף, לחילופין שווי הסוכנות לפי מכפיל ההכנסות או לחילופין חילופין שווי הסוכנות לפי שווי נכסי נקי.

מאחר וכל הערכות השווי מבוססות על תחזיות של הכנסות והוצאות הצפויות בעתיד, ולא על נתונים אובייקטיביים, קשה להגיע לתוצאה חד משמעית ומוסכמת על כולם. מספיק שהנחה אחת או שתיים בקשר להתפתחויות הצפויות בענף הביטוח, מצב הסוכנים, הביקושים או הטכנולוגיה – ישתנו באופן משמעותי, כדי שכל הערכת השווי תתברר כמופרכת מעיקרה.

משום כך מומלץ שלא להכין הערכת שווי אחת, אלא להציג ניתוח רגישות לשווי הסוכנות במספר אלטרנטיבות, שכל אחת מהן תהיה מבוססת על הנחות שונות. הדרך המקובלת ביותר היא להציג את הערכת השווי בשלוש אלטרנטיבות: פעם אחת בצורה אופטימית, דהיינו להתבסס על תחזיות אופטימיות; פעם שנייה בצורה פסימית, דהיינו לנסות ולצייר תסריט עם הנחות פסימיות ולבחון מה יהיו תזרימי המזומנים תחת הנחות אלו; ופעם שלישית בצורה סבירה, דהיינו לערוך את התחזיות בצורה הנראית כסבירה, לא אופטימית מדי ולא פסימית מדי.

בשיטה זו נקבל 3 הערכות שווי; הערכה אופטימית, הערכה פסימית והערכה סבירה, וכל משקיע יוכל לבחור לעצמו את ההערכה המתאימה ביותר לאופיו. משום כך במרבית הערכות השווי נהוג כיום לתת תחומי הערכה ולא מספר אחד (למשל: שווי שנע בין 10 ל- 13 מיליון ש"ח, ולא שווי של 11.5 מיליון ש"ח. בדוגמא דן שלפנינו ההערכה של 10 מיליון ש"ח נערכה תחת הנחות פסימיות לגבי הצפוי בעתיד, בעוד שהערכה של 13 מיליון ש"ח נערכה תחת הנחות אופטימיות).

באופן דומה, אפשר לכלול את הסיכון

ל אחר שהסברתי בכתבה האחרונה כיצד קובעים את אופק התחזית ועורכים את תחזית תזרימי המזומנים לאופק ההיוון הנבחר ואת ערך השייר, ובכתבה הראשונה כיצד מגבשים את שיעור ההיוון, בכתבה זו אסביר כיצד קובעים את שווי הסוכנות.

לצורך יישום שיטת היוון תזרימי המזומנים יש להביא בחשבון את הגורמים הבאים:

- 1. תזרימי המזומנים החזויים בכל אחת משנות התחזית בהתבסס על הרווח תפעולי בניכוי מס חברות, בתוספת פחת והפחתות, בניכוי הוצאות אחרות שאינן כרוכות בזרימת המזומנים ובניכוי ההשקעות השוטפות שיש לבצע במשך השנים על מנת לשמור על הפוטנציאל הקיים.**
- 2. להוסיף לתזרימי המזומנים את ההכנסות וההוצאות במזומן הצפויות בשנים הבאות מתוכניות השקעה הנמצאות בתכנון או בשלבי הקמה, אך עדיין לא תורמות לתזרימי המזומנים השוטפים של הסוכנות.**
- 3. להוסיף לשווי הסוכנות (היום) את כל הנכסים העודפים במאזן.** כלומר נכסים אשר אינם משתתפים בתהליך יצירת ההכנסה השוטפת ולכן לא נכללו תחזית תזרימי המזומנים, ואשר מימושם לא יפגע ביעילות. למשל: מגרש שנרכש בעבר לצרכי השקעה ואין לו כל קשר לתחזיות ההכנסות וההוצאות העתידיות; ניירות ערך שהסוכנות השקיעה בהם כרזרבה למקרים בלתי צפויים בעתיד. (מזומנים וניירות ערך המשמשים כהון חוזר בפעילות השוטפת של הסוכנות, או מגרש המשמש כחניון לרכב של בעל הסוכנות, מהווים חלק מהפעילות השוטפת ולכן אין להוסיף אותם לשווי הסוכנות היום – הם ייכללו בערך השייר בשנה האחרונה של התחזית).
- 4. לתזרימי המזומנים של השנה האחרונה יש להוסיף את ערך השייר. את ערך השייר ניתן**