



# הערכת שווי של מנורה מבטחים סוכנויות בע"מ נכון ל- 31.12.2023 באמצעות מודל ה- DCF

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

סוכן ביטוח שהוא גם מעריך שווי תאגידים מוסמך (מטעם לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, IAVFA) וגם אקטואר מכוון הפסיקה בישראל (קרי, על פי בתי המשפט בישראל) עניין אותי לדעת כמה שווה חברת מנורה מבטחים סוכנויות בע"מ ("החברה"). שווה צללתי לדוחות הכספים של חברת מנורה מבטחים החזקות בע"מ והחלטתי לחלץ משם נתונים שסייעו בידי להעריך את השווייה של החברה נכון ל- 31 בדצמבר 2023 ("מועד הערכת השווי").

**כללי**

מנורה ביטוח מחזיקה במספר סוכנויות ביטוח משמעותיות המאוגדות בחברות תחת חברת מנורה מבטחים סוכנויות בע"מ, וכמפורט בלוח 1 להלן:

לוח 1 – סוכנויות ביטוח בחחזות החברה

סוכנויות הביטוח המרכזיות שבשליטת חברת הביטוח
אלפים
משאבים
אורות
מטאור

**מתודולוגיה**

ככלל, קיימות מספר שיטות להערכת שווי חברות ועסקים. מטבע הדברים, לכל שיטת יתרונות וחסרונות, ויש לנקוט בה בהתאם למידת יסודותה למקרה המתאים ו/או לסיטואציה הייחודית ומטרתה.

הגישה המקובלת ביותר כיום לביצוע הערכות שווי היא גישת היותן תזרימי המזומנים העתידיים – (Discounted Cash Flows – DCF). על פי שיטה זו, שווי הפעילות של חברה נגזר מערך הנוכחי של תזרימי המזומנים אשר צפויים לנוכח מנחה לאורך יתרת חייה הכלכליים. הערך הנוכחי מהווה את תזרימי המזומנים החופשיים הבלתי ממונים מנטא את השווי התפעולי של החברה (enterprise value). לצורך מציאת שווי היותן העצמי יש להפחית משווי הפעילות את סכום התחייבויותיה 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 לשתים תקופות:

- התקופה 2024 – 2027 ("תקופת התחזית הקרובה") – לגבינה ערכה תחזית רווחים מפורטת;
- שנת 2028 ואילך, על בסיס "תזרימי מייצג" (הנגזר מרווחי החברה בתקופת התחזית הקרובה).

**שיעור ההיוון**

החנתי כי פעילות החברה תמומן כולה בהון עצמי ולפיכך אמדתי את מחיר היותן העצמי של החברה בעזרת מודל ה- CAPM (Capital Asset Pricing Model) לפיו:

$$Ke = Rf + \beta(Rm - Rf)$$

כאשר:

- Ke – מחיר היותן העצמי;
- Rf – שיעור הריבית חסרת הסיכון;
- Rm – פרמיית הסיכון של השוק;
- β – מקדם הסיכון השיטתי (הביטא) – היחס בין מקדם סטיית התקן של תשואות המניה במקדם (גורם מצטט מוכר בישראל), אשר בסוף חודש דצמבר 2023 נאמד בכ- 4.37%.

חברה ציבורית מחושבת הביטא על פי רגסיות מול תשואות תיק השוק (בחישוב שבו) כמשתנה מסביר, ביחס לתשואות המניה (בחישוב שבו) כמשתנה מוסבר, בשנתיים שקדמו למועד הערכת השווי. מכיוון שמניית החברה אינה חסרת, אמדתי את הביטא של מניית מנורה מבטחים החזקות אשר החברה נמצאת בבעלותה ושלשיתיה. מקדם הסיכון השיטתי של מנורה היותן כ- 1.385 והוא חושב על בסיס 104 תצפיות שבויעות של תשואות מניית מנורה בשנתיים שהסתיימו ביום 31 בדצמבר 2023 ביחס לתשואות מדד תל-אביב 125.

**בדיקת סבירות**

- שאלת השאלות, שכל מעריך שווי רציני שואל את עצמו בתום הערכת השווי היא האם התוצאה שלי היא סבירה או לא.
- הדרך המבוססת ביותר מבחינה תיאורית להערכת שווי חברות הפועלות כעסק חי, הינה גישת היותן תזרימי המזומנים העתידיים – (Discounted Cash Flows – DCF), כאמור. עם זאת, בשל אי הודאות הגבוהה בחיזוי תזרימי המזומנים של פעילות עסקית, רצוי לתמוך על התוצאה המתקבלת בהערכות על בסיס מתודולוגיות הערכה נוספות, ובכלל זה בשיטת המכפיל.
- לכן, הערכת את שווייה של החברה באמצעות מכפיל רווחיות על הרווח הנקי הצפוי בגין פעילות סוכנויות הביטוח של מנורה.
- שיטת המכפיל ישימה לשם קבלת אומדן אינדיקטיבי לשווי המוערך, אך אינה מהווה שיטת אמידה מדויקת. יתרונה העיקרי של השיטה הינו פשוטותה ומהירותה ביחס לשיטות אחרות. חסרונה העיקרי הוא אי התחשבות אפשרית בגורמים רבים נוספים העשויים להשפיע על השווי.
- פעילות סוכנויות הביטוח מרוכזת בקבוצת מנורה כאמור תחת החברה. פעילות זו מוגנת בביאור המגורים של החברה במסגרת מגור "לא מיוחס למגורי פעילות".
- תחילה חישבתי תזרימי מייצג (לפני מס) של מגור פעילות סוכנויות הביטוח כממוצע הרווח לפני מס של מגור זה בשנים 2018 – 2023. תזרימי מייצג זה לפני מס נאמד על ידי בכ- 127 מיליון ש"ח. שיעור המס הרלוונטי למוסד כספי עומד נכון למועד הערכת השווי על 34.19%, כך שהרווח השנתי המייצג לאחר מס הנובע לניקוס מפעילות הסוכנויות נאמד על ידי בכ- 84 מיליון ש"ח.
- על מנת לקבל את מכפיל הרווח הנקי לקחתי את מחיר היותן הסופי של החברה (14.5%) וחילצתי את ההוכחי שלו לשם קבלת מכפיל ביינים של 6.9 (= 1.0.145). על מנת לקבל את מכפיל הרווח הנקי הוספתי למכפיל ביינים תוספת של 20% (כמקובל בקרב מעריכי שווי ברה"ב בעת המעבר בין הרווחי של ה- CAPM למכפיל הרווח הנקי) ולכן קיבלתי מכפיל רווח נקי סופי של 8.28 (= 6.9 \* 1.2).
- מכפילת הרווח הנקי המייצג של פעילות סוכנויות הביטוח (84 מיליון ש"ח במקרה דגן שלפנינו) במכפיל הרווח הנקי הסופי (8.28) במקרה דגן שלפנינו קיבלתי ששווי פעילות סוכנויות הביטוח של מנורה נאמד בכ- 691 מיליון ש"ח, כמפורט בלוח 5 בהמשך.

לוח 5 – בדיקת סבירות (מכפילי הרווח הנקי)

רווח לפני מס	18'	19'	20'	21'	22'	23'	ממוצע
103	190	23	393	18	276	127	
תזרימי מייצג לפני מס							127
שיעור המס הרלוונטי למוסד כספי							34.19%
רווח מייצג של פעילות סוכנויות הביטוח							84
מחיר היותן העצמי הסופי של החברה							14.50%
ההוכחי של מחיר היותן העצמי							6.90
תוספת מקובלת מעל להוכחי של מחיר היותן העצמי							20.00%
מכפיל רווח נקי ראוי							8.28
שווי פעילות סוכנויות הביטוח של מנורה							691

הסכום שהתקבל משיטת המכפיל כ- 691 מיליון ש"ח מהווה כ- 102.5% מהסכום שהתקבל בשיטת ה- DCF.

**לסיכום**

ההערכת השווי בשיטת היותן תזרימי המזומנים מצביעה על שווי לחברה של כ- 674 מיליון ש"ח לפי שיעור נכון ליום 31 בדצמבר 2023. כאינדיקציה לסבירות הערכת השווי בחנתי את סבירות תוצאת עבודתי על בסיס שיטת המכפיל. הסטייה בין השווי המתקבל בשיטת ה- DCF (674 מיליון ש"ח) לבין השווי על בסיס שיטת המכפיל (691 מיליון ש"ח) נמצאה על ידי כסבירה (2.5%).

**אודות מערך השווי**

למד ונבחן בקורסים שונים בהערכות שווי באוניברסיטת בן-גוריון ובאוניברסיטת אריאל בשומרון; במצע הערכות שווי לכלכליות משנת 2004 ומיישן בכל תחומי הערכות השווי (מימון ותאגיד, מימון כמותי ומודול 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 כמעריך שווי ע"י הלשכה; לימד עבר וגם מלמד בהווה בקורסים והשתלמויות מקצועיות של הלשכה בתחומי הערכות השווי; הוביל והשתתף בכניבת גילוי הדעת 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 כמעריך שווי וככלכלן מוסמך.

- פרמיית הסיכון המקובלת בשוק היותן בישראל הנה כ- 5.63%, בהתאם לנתונים שפורסמו באתר של Damodaran נכון לתחילת שנת 2024.
- נתונים אלה גוזרים לפי נוסחת CAPM, מחיר היותן של כ- 12.17% (= 5.63% + 3.7% \* 4).
- מצאתי לנכון, לצורך אומדן שווי פעילות החברה, להוסיף למחיר היותן שמוצאתי גם פרמיית סיכון נוספת של 2.33%. פרמיה זו משקפת גם את הסיכונים הרגולטוריים הנובעים מפעילות בשוק מפקח, ומסיכונים נוספים.

מחיר היותן הסופי כולל פרמיית סיכון הינו כ- 14.50% (= 12.17% + 2.33% ובקירוב) 14.5%.

**הרווחים הצפויים של החברה**

- חלק החברה ברווח לאחר מס בחברות המוחזקות על ידה הסתכם בשנת 2023 בכ- 81.5 מיליון ש"ח. בשנת 2022 הסתכם חלקה של החברה ברווח החברה הנייל בכ- 79.9 מיליון ש"ח, לעומת סכום של בכ- 78.3 מיליון ש"ח בשנת 2021.
- להערכת, רווחיות החברה תושפע בעתיד מהגורמים הבאים:
  - עליה בהיקף ההכנסות מעמלות ומכירת מוצרי ביטוח מנהלים חלף פנסיה, ובשל שינויים רגולטוריים המאפשרות לסוכנויות לנבוח הדמי טיפול מהמעסיקים.
  - העמקת השימוש באינטרנט שתביא לפגיעה בהכנסות מעמלות;
  - מיקוד מאמצי סוכנויות הביטוח לשיוק 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 במיליוני ש"ח

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
בפועל	80	81	83	85	86	88
תחזית						
החלק ברווח הסוכנויות	80	81	83	85	86	88

**הנחת שיעור הגידול של התזרימי השיווי**

- הנחתי כי התזרימי השיווי שיושג משנת 2028 ואילך יגדל בשיעור שנתי נומינלי של 1.0% מדי שנה. בשים לב לשיעורי האינפלציה החזויים כיום, הנחה זו אינה צופה צמיחה רחוקה איתלת של הרווחים משנת 2028 ואילך.

**סיכום הערכה בשיטת היותן תזרימי המזומנים**

- בלוח 3 בהמשך, מוצגים הרווחים הצפויים מפעילות החברה, כשהם מהווים ליום 31.12.2023.
- נצחתי ההיותן מצביעה על שווי של כ- 674 מיליון ש"ח, נכון ליום 31.12.2023.

לוח 3 – אומדן שווי החברה במיליוני ש"ח

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
בפועל	80	81	83	85	86	88	89
תחזית							
רווח לאחר מס	80	81	83	85	86	88	89
מקדם היותן							
סכום מהוון							
סה"כ							674

- א. היותן לפי שיעור של 14.5%.
- ב. בחישוב התזרימי השיווי הונח שיעור צמיחה של 1.0% (נומינלי).

**ניתוח רגישות**

- ערכתי ניתוח של רגישות תוצאות הערכה לשינויים של 0.5% בשיעור ההיותן (בטוח שבין 13.5% ל- 15.5%), ולשינויים של 0.5% בשיעור הצמיחה של התזרימי השיווי (בטוח שבין 0.0% ל- 2.0%).
- תוצאות ניתוח הרגישות מוצגות בלוח 4 להלן:

לוח 4 – ניתוח רגישות של שווי החברה (במיליוני ש"ח)

שיעור צמיחה	שיעור היותן	13.50%	14.00%	14.50%	15.00%	15.50%
0.00%	691	668	646	625	606	588
0.50%	708	683	659	638	618	597
1.00%	725	699	674	651	630	609
1.50%	744	716	690	666	643	621
2.00%	762	735	707	681	658	635