



הדרך המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית להערכת שווי סוכנויות ביטוח

מייסד ויו"ר לשכת מעריכי השווי והאקטוארים הפיננסיים בישראל, [האקטואר רועי פולניצר](#), מסביר מהי השיטה המקובלת כיום בישראל להערכת שווייה של סוכנות ביטוח, להבדיל משווי תיק ביטוח.

הריבית חסרת הסיכון כמרווח סיכון בשיעור מסוים בניכוי המס שנחסך בגין החוב. כידוע, לפי תורת המימון (מודליאני ומילר), בעולם עם מיסים, יש יתרון לחברה שעושה שימוש בחוב, במינוף סביר, עקב "מגן המס" וזאת ללא קשר ליעוד ההלוואה בעיני הפירמה.

מאידך, שיעור התשואה הנדרש על ההון העצמי על ידי המשקיעים בהון העצמי של סוכנות הביטוח נאמד על פי מודל ה-Modified CAPM, כסך הצברם של שיעור הריבית חסרת הסיכון בתוספת מכפלת ה"ביתא" של הסוכנות ברכיב פרמיית הסיכון בשוק ובתוספת שיעור תשואה נוסף.

ה"ביתא" (הממונפת) של סוכנות הביטוח משקפת את עוצמת התנודתיות של תשואות מניית הסוכנות ביחס לעוצמת התנודתיות של תשואות תיק השוק והינה המדד ל"סיכון הסיסטמטי" של הסוכנות. בסוכנות ביטוח ציבורית מחושבת הביתא על פי רגרסיות מול תשואות תיק השוק (בחישוב שבועי) כמשתנה מסביר, ביחס לתשואות המניה (בחישוב שבועי) כמשתנה מוסבר, בשנתיים שקדמו למועד ההערכה.

רכיב פרמיית הסיכון בשוק משקף את תוחלת התשואות העודפות ההיסטוריות של תיק השוק מעל לשיעור הריבית חסרת הסיכון. שיעור התשואה הנוסף מיוחס למניית הסוכנות ומשקף סיכונים ספציפיים, לרבות פרמיה נוספת הנדרשת במקרה של היעדר סחירות ונזילות.

לסיכום, שיטת הערכת השווי המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית להערכת שווי סוכנות ביטוח (להבדיל מתיק ביטוח) הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים לפיה, שווייה הכלכלי של הסוכנות נובע מתזרימי המזומנים העתידיים הצפויים להתקבל ממנה. בשיטה זו ניתן להעריך את הפעילות העסקית של הסוכנות כמכלול אחד, הכולל הן את הנכסים המוחשיים והן את הנכסים הבלתי מוחשיים (לרבות מוניטין), בין היתר באמצעות עריכת תחזיות לגבי מרכיבי ההכנסות וההוצאות השונים הקשורים לפעילות המוערכת, הערכת פוטנציאל הצמיחה, הערכת סביבת הסיכון בה היא פועלת והערכת שווי הפעילות בתום תקופת התחזית (Exit Value).

שיטה זו, שווי הסוכנות נקבע על ידי ניתוח ומדידת של התוחלת המהוונת של התמורה הכלכלית התזרימית העתידית הצפויה לנבוע מהסוכנות המוערכת. זרמי מזומנים חזויים אלה מהוונים למועד ההערכה על פי שיעור היוון המותאם, בין היתר, למידת הסיכון הגלומה בתחזיות על פני משך אופק ההיוון.

מדידת שווי מקצועית הינה תהליך הנוגע לאמידת ההכנסות וההוצאות העתידיות על פני ציר הזמן והבנת המשמעויות הכלכליות של היישומים המסחריים הצפויים מסוכנות הביטוח המוערכת. הערכת השווי מנסה לשקלל, ככל שניתן, גם את השפעתם האפשרית של גורמים אקסוגניים ואנדוגניים כאחד לסוכנות, על תוחלות תזרימי המזומנים הצפויים לנבוע מהסוכנות, הן באמצעות עריכת תחזיות תזרימי מזומנים והן באמצעות אמידת שיעור היוון המשקף, בין היתר, את מידת אי הוודאות הגלומה בתחזיות.

בהערכת שווי סוכנות יש להתחשב גם בתוכניות ההנהלה השונות. לשם הערכת שיעור התשואה הראוי לסוכנות הביטוח, יש לאמוד את שיעור מחיר ההון המשוקלל (WACC- Weighted Average Cost of Capital) של הסוכנות, הווה אומר, את הממוצע המשוקלל של מקורות המימון של פעילות הסוכנות, שבאמצעותו נהוון את תזרימי המזומנים הצפויים לנבוע מהסוכנות.

כל שינוי קטן במחיר ההון המשוקלל יכול לשנות את שווי הסוכנות במאות אלפי שקלים ואף במיליוני שקלים, תלוי כמובן בגודל הסוכנות. מחיר ההון המשוקלל (WACC) של הסוכנות נאמד כממוצע משוקלל של מחיר החוב של הסוכנות בניכוי שיעור המס הסטטוטורי הנורמטיבי לטווח ארוך החל על הסוכנות ושל שיעור התשואה על ההון העצמי (שיעור ההיוון הנדרש על ידי בעלי הסוכנות).

ברגיל, מחיר החוב הנורמטיבי של סוכנות הביטוח (קרי, שיעור התשואה נדרש על החוב הפיננסי על ידי המשקיעים בחוב הפיננסי של סוכנות הביטוח) נאמד על בסיס ניתוח תוספת סיכון האשראי של הסוכנות מעל לשיעור

הנטייה הגוברת בישראל למיזוגי סוכנויות ביטוח, מכירת סוכנויות ביטוח מסוכנים ותיקים לסוכנים צעירים, השתלטויות של סוכנויות ביטוח של חברות ביטוח על סוכנויות ביטוח קטנות וצמיחתן של סוכנויות ענק ה"בולעות" עוד ועוד תיקי ביטוח, הולידה את הצורך לקבוע קנה מידה מהימן ואובייקטיבי להערכת שווי כלכלי של סוכנויות ביטוח. אולם למרות כל המאמצים לא נמצאה עד היום שיטה מוסכמת שתאפשר לקבוע באופן ברור וחד משמעי את שווייה הכלכלי של סוכנות ביטוח.

כיצד מחשבים את שווייה של סוכנות ביטוח? מדוע מתקבלות הערכות שווי סותרות על ידי מעריכי שווי שונים? התשובה לכך אינה חד משמעית.

ישנן שיטות שונות וגישות שונות להערכת שווי סוכנות ביטוח וכתוצאה מכך ניתן להגיע להערכות שווי הרחוקות האחת מן השניה מרחק רב. הערכת שווי אינה מדע מדויק והיא מבוססת על משתנים לא מוחלטים, כמו למשל סך הנפרעים של הסוכנות (כמה פרמיות היא מגלגלת מידי שנה), הכנסות הסוכנות מעמלות שהיא מקבלת לאור הנפרעים (פרמטר נוסף שהוא נגזרת של סך הנפרעים, אך לא בקו ישר), שיעור הביטולים (במקרה של פוליסות שבוטלו, דורשות חברות הביטוח מהסוכנות החזר עמלות הכפוף למשך חיי הפוליסה), שיעור ההוצאות של הסוכנות (רכיב משמעותי בהערכת שווייה - בסוכנות לא יעילה שיעור הרווח נמוך יותר).

עם זאת, חלק מההוצאות משולמות על-ידי החברות, למשל מערכות מחשב ושירותי משרד, ולעיתים גם שכר דירה וארנונה), הערכת הסיכון הכרוך בהשקעה בסוכנות, מחיר ההון, התחרות בשוק וכד'. מאחר שכל מעריך שווי יכול לתת ערכים שונים למשתנים הללו, ברור שהערכות השווי לא תהיינה זהות.

הדרך המבוססת ביותר מבחינה תיאורטית להערכת שווי סוכנויות ביטוח הפועלות כעסק חי, הינה שיטת היוון תזרימי המזומנים (DCF – Discounted Cash Flows). במסגרת