

# ערב העיון השנתי לענף הביטוח וההשקעות אוניברסיטת תל אביב

נ'תוח אסקי הביטוח  
בראי הדוחות הכספיים והשוק  
– מספר סוליות

20 באפריל 2023 | כ"ט בניסן התשפ"ג

---

ד"ר משה ברקת

# פקטורים מרכזיים בדוחות 2023

- ריבית – UGL, LAT, היוון, פרמיית אי נזילות, מבט קדימה - IFRS 17
- אינפלציה – KUK, ההשפעה דרמטית יותר מהנחזית, חשבונאות נומינלית והון חשוף
- שוק ההון – נוסטרו, דמי ניהול, מבט קדימה - תמהיל ההשקעות
- שחרור עתודות/השלמת עתודות
- ביטוח משנה: זמינות ותנאים, ספיגה ותרומה
- מחירים, מבנה מוצר/ענף, תחרות ורגולציה. e.g., רכב רכוש, רכב חובה
- עלויות (הפצה ושיווק, כ"א, ID)

# תרגיל: תשואה על הון והערכות שווי בביטוח

- תשואה על הון - פניקס 2022 11.4%.
- מה התשואה הנורמלית - הפניקס מציינים בדוחות תשואה "מנורמלת" של כמעט 12%.
- בהנחת צמיחה של 5% בשנה אנחנו מדברים על מכפיל רווח של 14. כלומר, לכאורה על פי הנחת תשואה נורמלית של 12% על הון של כ-10 מיליארד - אנחנו מקבלים שווי של כמעט 17 מיליארד. כמעט פי 2 מהשווי היום שעומד על 9.2 מיליארד.
- אם נוריד את הצמיחה ל-3% נקבל מכפיל של כ-11, שאומר שווי של כ-13 מיליארד (עדיין מעל 40% משווי השוק הנוכחי).

# המשך: תזכרו שזה רק תרגיל הערכות שווי

- נבחן את אומדן השווי האמור (המשתמש במכפיל רווח. נפוץ בוול סטריט) על ידי יישום פשוט של מודל RI להערכת שווי (שבו משתמשים כמה מהבנקים להשקעות בוול סטריט).
- אני משתמש ביישום פשוט של המודל של אולסון שמדבר על סכימת ההון החשבונאי עם היוון הרווחים מעל הנורמלי.
- בחשבון פשוט שלי שעושה התאמה של המודל המקורי של אולסון מ-1995 ל-market cap rate (בדומה למודלים מקובלים בשיערוך נדל"ן), אם אני מניח שה-normal cap rate לחברה פיננסית כמו פניקס הוא 10%, אז אני מקבל שווי חברה של כ-13 מליארד על פי אולסון המתואם.
- על פי אולסון המקורי, שזה קצת דומה ל-EV, בהנחת תשואה חסרת סיכון 5% וצמיחה 0, אני מקבל שווי חברה של 24 מליארד, ואחרי התאמה (בדומה למיסים נדחים) – 17 מליארד.
- זה כמובן כמו ה-EV מספר מנופח שנגזר מהשימוש בריבית חסרת סיכון הן כריבית ההיוון והן כריבית הבנצ'מרק.

# המשך: תזכרו שזה רק תרגיל במימון

- אבל רגע, בואו נזכור שהתרגיל הזה נשען על ההנחה של תשואה "נורמלית" בשיעור 12%.
- אני רוצה לבחון את ההנחה הזו הפעם דרך מודל אקדמי מוכר יותר ורווח יותר בפרקטיקה - המודל שנשען על התאוריה של מרקוביץ', או מה שמוכר כ-CAPM.
- שוב אני מניח תשואה חסרת סיכון 5% ואני מניח תוחלת תשואה של תיק השוק של 8% (אני חושב שאלו הנחות אמפיריות סבירות על בסיס העבר ובשוק של היום) ומגיע למסקנה שבטווח הארוך (שבו Market to book מתכנס ל-1) הנחת התשואה הנורמלית של הפניקס גוזרת לה ביתא של 2.3 עם תיק השוק.

$$b \times (8\% - 5\%) + 5\% = 12\%$$

# המשך: תזכרו שזה רק תרגיל במימון

- אגב, אם הייתי משתמש בתשואה חסרת סיכון 4% הייתי מגיע לביתא של 2 וגם כל מיני ניתוחי רגישות אחרים לא היו משנים את התמונה הגדולה.
- אז האם הייתי מצפה לשונות תשואות של מניית פניקס של פי 2 ביחס לשוק? כנראה שזו ציפיה מעט מוגזמת.
- לעומת זאת אם הייתי משתמש בהנחת תשואה נורמלית של 10% אז הייתי מגיע לביתא של 1.5-1.67, שהיא עדיין גבוהה ביחס לביתא של חברות ביטוח אמריקאיות, אבל כן עושה שכל בעיניי בקונטקסט של חברות ביטוח ישראליות בהתייחס לרגישות שלהן לביצועי השוק ורמת המינוף שלהן.
- כמובן שאם חוזרים חזרה לתשואה נורמלית של 10%, אז כל חישובי השווי מתכנסים חזרה לשווי שוק של 10 מליארד שהוא קרוב לשווי השוק הנוכחי ומבטא Market to book של 1.

# סיכום תרגיל: ROE ו-MTB בביטוח

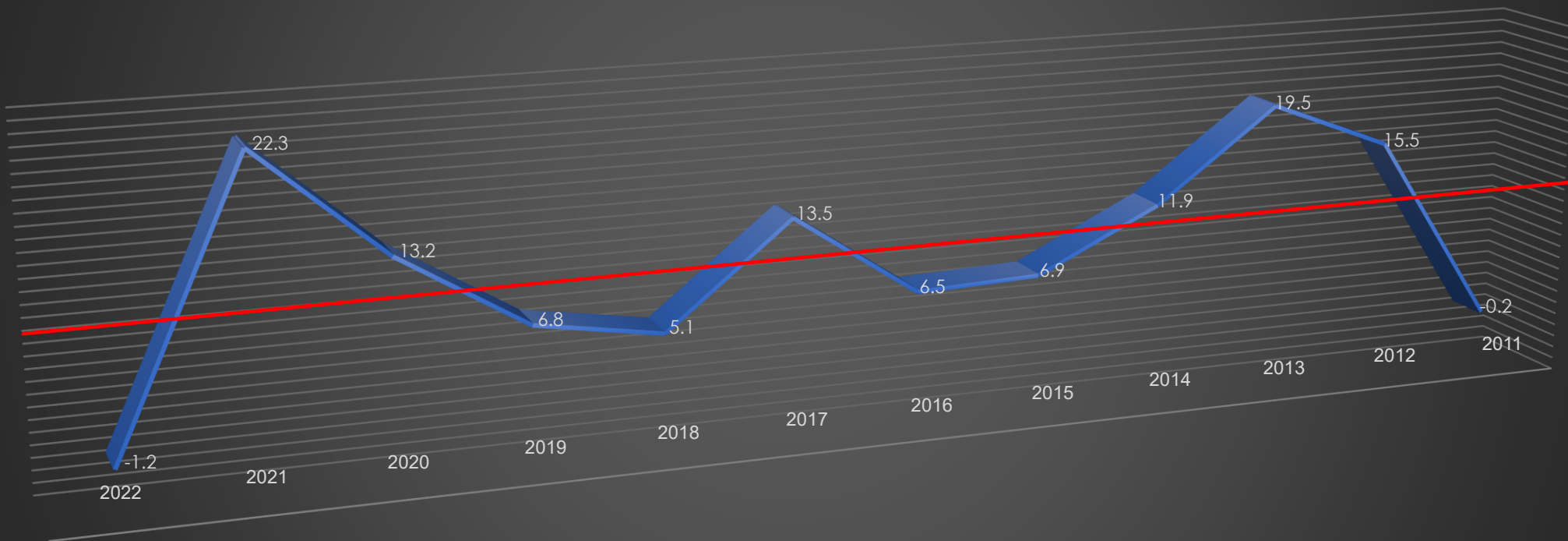
■ מהו הלקח, רבותיי, מהו הלקח?

אם אנחנו חושבים שהתשואה שאפשר להשיג קדימה בענף היא מעל 10%..\*  
הרי שבהכרח (מתמטית) היינו צריכים לראות market to book שהם אפילו מעל 1. זאת על רקע הצניחה החוזרת בשנה האחרונה ב-MTB..  
(ועל רקע דוחות של חברות אירופאיות ושיעורי התשואה להון שהן מציגות.)  
זאת כמובן לא בכל החברות מסיבות נוספות שקצרה היריעה לדון בהן.

\* ולא דווקא בהפניקס, שוב השתמשתי בהפניקס כאן רק לשם הדוגמה.

# סיכום תרגיל: ROE ו-MTB בביטוח

תשואת רווח כולל על הון חשבונאי ממוצע (%)





# תמונת התחרות 2023

תחרות משמעותית בין השחקנים הקיימים.  
התחרות מצד שחקנים חדשים לא מאיימת ובעלת אימפקט מוגבל  
סיבות:

- הרגולציה מהווה חסם כניסה משמעותי לכניסת שחקנים חדשים
- השקעה זעומה בהון עצמי מצד יזמים חדשים
- בעיות מבניות בשוקי מוצר מורכבות מוצר (בעיקר מוצרי פוש)
- בעיות מבניות בשוקי ההפצה -  
(למשל: קרנות פנסיה ברירת מחדל. למעסיקים אין תמריצים  
ראויים וההפצה מאתגרת שחקנים חדשים)
- יתרונות ברורים לגודל

# מספר מגמות צפויות לשנים הבאות

- אני צופה המשך קונסולידציה בסביבה הכלכלית הנוכחית. זו גם מגמה עולמית.
- אני צופה בסביבה העסקית הנוכחית: במקום תחרות חזיתית, שיתופי פעולה משמעותיים שלשחקני אינשורטק ופינטק עם התעשייה המסורתית (עיין ערך למונייד ואביבה).
- השילוש הקדוש: דאטה, AI, ממשק לקוח. כאשר החברות המסורתיות חולשות על האלמנט הראשון והאחרון. נוסיף לזה דרישות הון.
- שחקנים תחרותיים חדשים שימקסמו מוצרי נישה (עולמות אשראי, חבויות)
- רוכשים חדשים שיעלו למגרש, כולל זרים. כולל מנהלי נכסים. הטאבו הגורף על ניהול נכסים על ידי בעל שליטה בעייתי.

# עולם ההשקעות 2023

עולם ההשקעות צריך להתחדש:

- א. ניהול השקעות זרות - הוסטינג והוצאה החוצה, פיזור גיאוגרפי לא מספק
- ב. נדרשת הגדלה משמעותית בנכסים "אלטרנטיביים" - משכנתאות ואשראי ארוך, תשתיות, PE, קיימות (התמודדות עם סיכון בתיק קיים)
- ג. פיתוח עולם קרנות (רובד שלישי)
- ד. בעיות אקוטיות: טאלנטים, הפחתה ניכרת בתגמול על הצלחה (מותאמת לסיכון), הסרת רף 0.25.

תודה על ההקשבה!