

# המספרים ששוק ההון מפספס בדרו"חות של חברות הביטוח

הנתונים על מכירת פוליסות חדשות אצל חברות הביטוח חבויים בתוך הדרו"חות שלהן • השוק אינו מתמחר פרמטר זה, שמצביע על הצמיחה העתידית של החברה - ונוטה להמתין לכיטוי בפועל שלה בדרו"חות הכספיים • בחינה יסודית של המספרים מלמדת שהצמיחה של חברת הראל גבוהה משמעותית משל המתחרות, אבל רווקא היא נסחרת מתחת להונה העצמי



מהדרו"חות הכספיים של חברות הביטוח בשלע" צמם קשה מאוד ללמוד על הברי צינים שלהן ולהעריך את שוויין. לחשבונאות מבוססת-יעבר קשה מאוד להתמודד עם עסקי הברי טוח, שהם בעיקרם ציפי פני עתיד. על מנת להגביר את השי קיפות ולספק מידע רלוונטי למי שקיעים נדרשות חברות הביטוח בשנים האחרונות לפרסם, מחוץ לדרו"חות הכספיים, מידע על העי רך הגלום שלהן (Embedded Value - EV).

טוח שבתוקף (VIF), המייצג את היוון תזרים הרווחים העתידיים הצפויים מהתיק הקיים, להון העי צמי, בהתאמות מסוימות. חברות הביטוח נדרשות לכלול בשווי התיק את פוליסות הביטוח לטי ווח ארוך (ביטוחי חיים ובריאות), והן כוללות מבחירה גם את ניהול קרנות הפנסיה.

הערך הגלום מייצג במהותו מידע צופה עתיד, ולכן הוא נסמך הרבה יותר מהנתונים החשברי נאיים מבוססי העבר, על תחזיות, הערכות ואומדנים שכוללים בין השאר משתנים כלכליים ומשתי גים דמוגרפיים (כמו נתוני תמור תה ותחלואה), כמו גם פרמטרים נוספים של ביטולים ושיעורי מימוש גמלה.

יש לזכור גם שהדרו"חות הכי ספיים של חברות הביטוח כוללים עתודות ביטוחיות, המבוססות גם הן על תחזיות ואומדנים עתידיים. מאז שפורסם הנתון על הערך הגלום, הסתבר שהשוק לא ממש מאמין בו, והמשקיעים לא מתמי חרים את חברות הביטוח על בסיס הערך הגלום שלהן. הדבר נובע בין היתר מכך שאופן החישוב הנוכחי של הערך הגלום סובל מבעיות שונות, בהן העובדה שבי חישוב הערך הגלום נעשה שימוש בשיעור היוון חסר סיכון.

## הראל צופה רווחיות כפולה מזו של יתר החברות

נתוני ביטוח חיים וביטוח בריאות ל-2012, במיליוני שקלים

מגדל	כלל	הראל	מנורה	הפניקס
539	304	823	123	302
959	747	730	315	560
5.6%	4.1%	11.3%	3.9%	5.4%

\* חושב על ידי חלוקת ה-VNB בפרמיה המשוננת מוכפלת ב-10, בהנחה שיהיה המח"מ של הפרמיות

השוק לא מתמחר את קצב הצמיחה נתוני עסקי ביטוח ופנסיה

הראל	הפניקס	מגדל	כלל ביטוח	מנורה
6.6	11	13	18.1	22

מיתאם ליווינדים שהוכרו לאחר תאריך המאון, וכן התאמות נוספות

## מנורה צומחת לאט מכולן

נתוני ביטוח חיים וביטוח בריאות

הראל	מגדל	הפניקס	כלל	מנורה
16.3%	9.5%	9.0%	5.7%	5.4%

המח"מ קצת יותר קצר ולכן בהי ראל, שהיא חברה מוטת ביטוח בריאות, מדובר לכאורה אפילו בנתוני רווחיות איכותיים יותר. הנתונים מלמדים על תוצאה יוצאת דופן בהראל, שניתן לייחס אותה ככל הנראה לחוזק שלה בביטוחי הבריאות. צריך לזכור כי הפוליסות הרווחיות ביותר הן הבריאות והריסק בביטוח חיים, מאחר שמוצרי ביטוח סיכון - ובעיקר בריאות - רווחיים יותר ממוצרי חיסכון והשקעה. כך למשל, שיעור הריסק של הראל בכלל הפרמיה המשוננת של העסקים החדשים ב-2012 היה 42% והוא גבוה באופן ניכר משל יתר החברות. עם זאת, יש לזכור כי ה-VNB

הסובייקטיביות של האומדנים. גם כאן, התוצאות של הראל מרשימות מאוד: שיעור צמיחה של 16.3% פירושו שבקצב של 6.2 שנים מצליחה הראל לייצר מחדש את שווי התיק הקיים ליום 31 בדצמבר 2012. החברות בעלות הצמיחה הנמוכה ביותר הן כלל (5.7%) ומנורה (5.4%), שפירושה קצב של 17.5 ו-18.3 שנים, בהתאמה.

## איזו חברה צומחת הכי מהר?

יש לציין כי גם ניתוח נתוני ני הצמיחה בעסקי הפנסיה הוא לטובת הראל. כך למשל, היחס בין ה-VNB ל-VIF בעסקי הפני נסיה בהראל הוא 11.6% בהפניי קס, 10.3% בכלל, 5.1% במנורה, 4.1% ו-3.7% במגדל. כלומר בהי ראל קצב הצמיחה בפנסיה משקף מצב שב-8.6 שנים מצליחה הראל לייצר את שווי התיק הקיים ליום 31 בדצמבר 2012, ואילו מגדל זקוקה לצורך כך ל-26.7 שנים.

בהסתכלות על קצב הצמיחה הכולל ב-2012 בעסקי הביטוח (ביטוח חיים וביטוח בריאות) ובפי נסיה, מדורגת הראל ראשונה הרבה לפני יתר החברות, עם קצב של 6.6 שנים בייצור של התיק הקיים.

בתחתית הדירוג נמצאות כלל ביטוח ומנורה, שהשיגו קצב של 18.1 שנה ו-22 שנה, בהתאמה, כלבר. הסיפור המעניין הוא שני תוחים אלה, שמצביעים על יתרון ברור להראל, לא ממש באים ליי די ביטוי במחירי השוק בבורסה של חברות הביטוח. מחירי השוק של חברות הביטוח מתייחסים יותר לתשואה בפועל המשתקי פת בדרו"חות הכספיים על פני זמן, ומתעלמים מהרווחיות העי תידית. כך למשל, הראל, שהיא החברה שקצת הצמיחה שלה הכי גבוה נסחרת מתחת להונה העצמי (0.96), בעוד שכלל ומגדל נסחי רות במכפילי הון גבוהים יותר. מבלי להיכנס ליתר השיקולים והמרכיבים שמשפיעים על מחיר המניה, הרי שהביצועים הטובים של הראל, כאמור לעיל, מצדיי קים לכאורה כי תיסחר במחירים גבוהים יותר באופן יחסי.

הכותב הוא יועץ IFRS וסגן דיקן (חשבוונאות), בית ספר אריסון למינהל עסקים, המרכז הבינתחומי הרצליה

