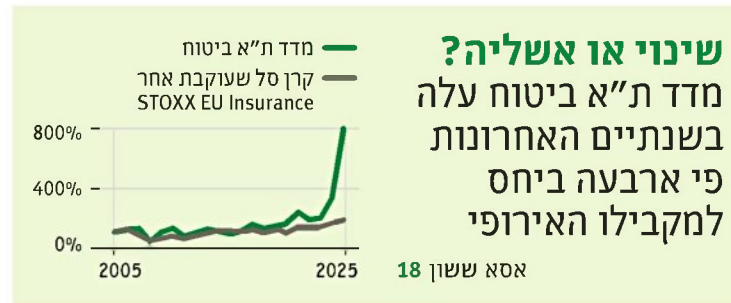




25.78x24.4	1	18	עמוד	הארץ - the marker	04/05/2026	97692976-5
מחקרים של אוניברסיטת תל אביב ואוניברסיטת תל אביב - 24634						

העליות במניות של חברות הביטוח שווי אמיתי או אשליה חשבונאית?



העליות במניות של חברות הביטוח – שווי אמיתי או אשליה חשבונאית?

מדד ת"א ביטוח עלה בשנתיים האחרונות פי ארבעה ביחס למקבילו האירופי • מחקר חדש של פרופ' דן וייס ושל ד"ר ארי אחיאז מאוניברסיטת תל אביב בחן את הסיבות לכך • "הפערים נובעים, בין היתר, ממידע חדש על רווחים עתידיים הגלומים בפוליסות ביטוח חיים ובריאות"

אסא ששון

בחנית הגרף של מדד חברות הביטוח הישראליות לעור מת מקבילו האירופי מעלה כי תשואת מדד ת"א ביטוח הייתה גבוהה באופן ניכר בשנתיים האחרונות – לאחר שנים רבות שבהן שיעור התשואה של שני המדדים היה דומה. מהנתונים עולה כי בעוד ב-2022-2025 התשואה להון באירופה הייתה 10%-15%, בישראל נרשמה באותה התקופה עלייה חדה ל-25%-30%.

בנוסף, היחס הממוצע של שווי שוק להון בחברות הביטוח בישראל מתקרב ל-3, אך אותו יחס בחברות הביטוח האירופיות הוא 1.5. נתונים אלה מעלים שאלות בנוגע ליכולת החברות להמשיך לייצר תשואה להון בשיעורים כאלה בשנים הבאות ולגבי המשך התפתחות מחירי החברות בישראל.

פרופ' דן וייס וד"ר ארי אחיאז מאוניברסיטת תל אביב בדקו את הסיבות לפערים בין ישראל לאירופה. ההסברים שלהם הוצגו ביום חמישי בכנס של מרכז הראל לחקר שוק ההון באוניברסיטת תל אביב. המסקנה העיקרית של המחקר קובעת כי "הפערים

בתשואות מניות חברות הביטוח בין ישראל לאירופה נובעים ממידע חדש על רווחים עתידיים שגלומים בפוליסות ביטוח חיים ובריאות וגם מציפיות להמשך צמיחה בענף".

"פוטנציאל רווח עתידי גדול"

אף שחלק מהמשקיעים טוענים כי מחירי מניות חברות הביטוח בישראל מוגזמים, וייס ואחיעז מציינים כי "יחס שווי שוק להון דומה אצל חברות הביטוח הישראליות והאירופיות כאשר מביאים בחשבון את מחסנית הרווח העתידי (Contractual Service Margin – CSM) – מרכיב הרווח הנדחה בגין השירות שעדיין לא סופק; א"ש). חברות הביטוח החלו לדווח על נתונים על מחסנית הרווח העתידי בעקבות תקן IFRS 17, ולכן מתאפשרת השוואת רווחים עתידיים בין חברות ישראליות לאירופיות.

"נוסף על כך, המחקר מצביע כי כלכלת ישראל צומחת במהירות, ובהתאמה לכך, החברות האחרונות בקצב גבוה הרבה יותר מכלכלת מדינות אירופה. המשמעות היא שמשקיעים שקונים ומוכרים מניות של חברות ביטוח מביאים בחשבון רווחים עתידיים, הנובעים בעיקר

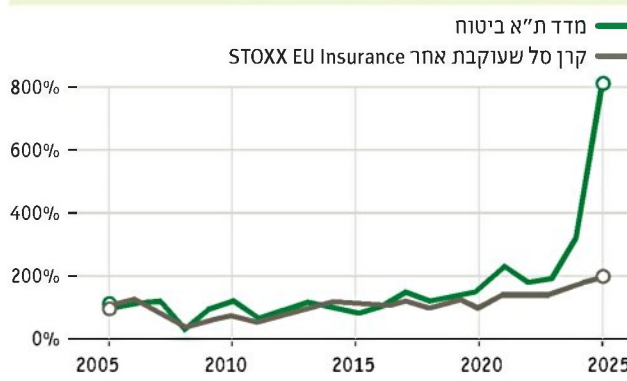


פרופ' דן וייס צילום: שלומי מזרחי



ד"ר ארי אחיעז

בביטוח, ת"א עקפה את אירופה



מקור: מחקר של ד"ר וייס

מפוליסות ביטוח חיים ובריאות ומצמיחת היקפי הפעילות, יחד עם המשך צמיחת המשק. במילים אחרות, אמנם חלק מהאופטימיות כלפי הענף כבר מגולמת במחירים, אך חברות הביטוח בישראל צפויות לצמוח בשיעורים גבוהים מאשר חברות הביטוח באירופה, ככל שצמיחת הפעילות הכלכלית בישראל תמשך בקצב גבוה. עוד כותבים וייס ואחיעז כי "יישום תקן IFRS 17 דורש

מהחברות לדווח על רווחים עתידיים הצפויים מחוזי ביטוח. לפי הנתונים, היחס בין CSM להון העצמי של החברות בישראל גבוה משמעותית לעומת אירופה, כאשר בישראל הוא בממוצע גדול מההון העצמי, לעומת 40%-60% מההון העצמי באירופה. נתון זה מעיד על פוטנציאל רווח עתידי גדול יותר בישראל. כאשר מוסיפים רכיב זה להון ניתן לראות כי הפער בין שווי השוק לבסיס ההון המורחב מצטבר משמעותית, ומתכנס לרמות דומות בין ישראל לאירופה".

"סיפור חלקי"

וייס ואחיעז הוסיפו כי "חלק מהפערים בשווי חברות הביטוח בישראל מול אירופה נובע מהבדלים מאקרו-כלכליים – בעיקר שיעור צמיחה גבוה של כלכלת ישראל. הכלכלה הישראלית צומחת בקצב מהיר יותר מהכלכלה האירופית, כפי שעולה מהשוואת נתוני תוצר גידול אוכלוסייה, היקף נכסים מנוהלים וגידול במספר כלי רכב. מהנתונים עולה כי ב-20 השנים האחרונות שיעור גידול האוכלוסייה בישראל היה כמעט 50%, בעוד אוכלוסיית אירופה גדלה בכ-5% בלבד. כמו כן, מספר כלי הרכב

בישראל גדל ביותר מפי שניים במהלך 20 השנים האחרונות, בעוד מספרם באירופה גדל רק בכ-35%. גם שיעור הצמיחה בתוצר בישראל גבוה מזה של אירופה, לצד גידול מהיר בהיקף נכסי חיסכון ארוך טווח שמנוהלים על ידי חברות הביטוח".

נוסף על כך, תקן IFRS 17 אינו מחייב את חברות הביטוח לדווח על רווחים עתידיים מפעילות שאינן ביטוח, כגון פנסיה, חיסכון ארוך טווח והלוואות – רכיבים צומחים בעלי משקל רב בפעילות החברות. מצד אחד, המידע שצמיחת כלכלת ישראל תומך בהתרחבות שוק הביטוח המקומי – מה שמגדיל, לפחות חלק – את שווי חברות הביטוח. מצד שני, הסיפור שמספרים נתונים הצמיחה והרווחים העתידיים עשוי להיות חלקי בלבד.

וייס ואחיעז סיכמו ואמרו כי "הנתונים על שוק הביטוח הישראלי מספרים סיפור הצלחה. מי שמאמין בהמשך הצמיחה של המשק הישראלי וביכולת החברות לממש את הרווחים העתידיים, עשוי להיות אופטימי לגבי המשך עליית מחירי המניות. אבל יש לשים לב שחלק ניכר מהאופטימיות כבר מגולמת במחירים".