

כלל חברה לביטוח בע"מ

Aa2	כתבי התחייבות נדחים
-----	---------------------

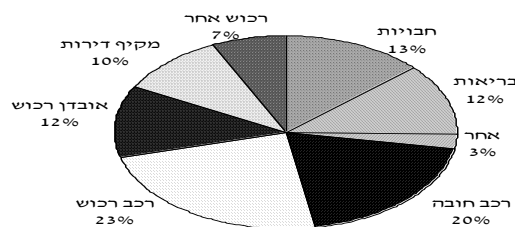
הדירוג ניתן לכתבי התחייבות בהיקף של עד 1.0 מיליארד ש"ח מכך, כתבי התחייבות נדחים (בלתי סחירים) קיימים בסך של 600 מיליון ש"ח ובנוסף כתבי התחייבות נדחים בסך של עד 400 מיליון ש"ח אשר יגבו כתבי התחייבות סחירים אשר יונפקו ע"י חברת כללביט מימון (חברה בת בבעלות מלאה (100%) של כלל חברה לביטוח) בתמורה זהה.

פרופיל החברה

כלל חברה לביטוח בע"מ ("כלל ביטוח" או "החברה") היא אחת משתי קבוצות הביטוח הגדולות בישראל, והחברה הגדולה בענף ביטוח כללי. ביחד עם החברות הבנות **אריה חברה ישראלית לביטוח בע"מ** ("אריה"), שיעור אחזקה של 100% ו-**כלל ביטוח אשראי בע"מ** (80%)¹, מחזיקה כלל ביטוח בנתח שוק של 19.6% בדמי ביטוח כללי ונתח של 22.6% בפרמיות ביטוח חיים². כלל ביטוח פועלת גם בענף הפנסיה, באמצעות **עתודות קרן פנסיה (1996) בע"מ** (שיעור אחזקה של 100%), שניהלה נכסים בהיקף של כ-1.8 מיליארד ש"ח ו-**מיטבית חברה לניהול קרנות פנסיה בע"מ** (100%), שניהלה נכסים בהיקף של כ-2.6 מיליארד ש"ח. כלל ביטוח היא ליבת הפעילות של **כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ** ("כלל החזקות"), המחזיקה כ-99.97% מזכויות ההון וההצבעה של כלל ביטוח. כלל החזקות היא זרוע הביטוח והפיננסים של **אי די בי חברה לפתוח בע"מ**, אחת מקבוצות ההחזקה הגדולות בישראל, המחזיקה בכ-51.34% בהון המניות של כלל החזקות³.

הביטוח הכללי תורם כמחצית ממחזור הפרמיות של החברה. ענפי הביטוח הדומיננטיים הינם ענפי הרכב (חובה ורכוש) המהווים 44% מדמי הביטוח הכללי, ביטוחי רכוש וחבויות לעסקים ומפעלים גדולים, ביטוח מקיף לדירות וביטוח בריאות. ענף בריאות תרם 12% מדמי הביטוח בחברה בשנת 2005, וכלל מחזיקה בנתח שוק של 17.7% בענף. לחברה נתחי שוק בולטים במספר ענפי נישא, בהם ביטוחי אשראי, ביטוח אחריות מנהלים וביטוח מבנים למשכנתאות. ענף ביטוח חיים תורם את המחצית הנוספת של הפרמיות, וההתחייבויות בגין עתודות ביטוח חיים הסתכמו בכ-27 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2005. כשני שליש מעתודות הביטוח הינו בגין פוליסות משתתפות ברווחים (פוליסות שהונפקו החל משנת 1990), והיתר הן פוליסות מבטיחות תשואה.

כלל ביטוח (מאוחד): התפלגות דמי ביטוח כללי לפי ענפים



¹ הנתונים והניתוח בדוח זה מתייחסים לכלל ביטוח במאוחד עם החברות בנות אריה וכלל ביטוח אשראי.
² הנתונים על נתחי השוק לעיל ולהלן מבוססים על נתונים ענפיים לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005.
³ בעלי עניין נוספים בכלל החזקות הם בנק הפועלים (14.17%) וגופים מוסדיים של בנק הפועלים (3.75%).

כלל ביטוח: נתונים כספיים עיקריים, במיליוני ש"ח					
2001	2002	2003	2004	2005	
3,355	3,569	3,591	3,502	3,458	דמי ביטוח כללי
21.5%	20.7%	20.6%	20.2%	19.6%	נתח שוק בביטוח כללי
3,398	3,303	3,212	3,342	3,510	פרמיות ביטוח חיים
22.9%	23.4%	23.2%	23.1%	22.6%	נתח שוק בביטוח חיים
96	120	348	263	292	רווח מעסקי ביטוח כללי
342	234	333	378	382	רווח מעסקי ביטוח חיים
25	(19)	147	104	173	הכנסות מהשקעות שלא מעסקי ביטוח
253	172	416	415	497	רווח נקי לשנה
					נתונים מאזניים לסוף שנה:
17,995	18,646	21,576	23,843	27,384	עתודות ביטוח חיים
5,524	5,555	6,410	6,877	7,398	עתודות ביטוח כללי
1,251	1,323	1,456	1,781	1,933	הון עצמי
					מקור: דוחות כספיים לציבור

עסקת אילנות דיסקונט

ביום 11.4.2006 חתמה כלל החזקות ביחד עם החברה הבת כלל פיננסים בטוחה ניהול השקעות בע"מ ("בטוחה"), על הסכם עם בנק דיסקונט לישראל בע"מ לרכישת אחזקות הבנק באילנות דיסקונט בע"מ ("אילנות דיסקונט") תמורת סך של 580 מיליון ש"ח. הרכישה תבצע באמצעות בטוחה, באופן שלאחר הרכישה תהפוך אילנות דיסקונט לחברה בת בבעלות מלאה של בטוחה. מימון רכישת אילנות דיסקונט על ידי בטוחה צפוי להתבצע, בין השאר, באמצעות הלואה שתעמיד כלל ביטוח לכלל פיננסים. גיוס זה נועד בחלקו לממן את העמדת ההלוואה האמורה. במקביל לעסקה האמורה, מנהלת כלל החזקות משא ומתן עם בנק דיסקונט לרכישת פעילות קופות הגמל של הבנק. פעילות קופות הגמל מתוכננת להירכש על ידי חברה בת של כלל ביטוח, הצפויה לרכז בעתיד את כל פעילות קופות הגמל של כלל החזקות. אילנות דיסקונט עוסקת בניהול קרנות נאמנות ובבעלותה 60 קרנות המנהלות נכסים בשווי של כ-14.0 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2005. קופות הגמל של בנק דיסקונט המתוכננות להירכש על ידי כלל החזקות מנהלות נכסים בסך של כ-17.6 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2005.

אסטרטגיה עסקית

הגדלת היקף הפעילות בתחום החסכון לטווח ארוך בדרך של רכישות ומיזוגים

בשנתיים האחרונות פועלת כלל ביטוח להגדיל את השקעותיה בתחום החסכון לטווח ארוך. העסקה המהותית הראשונה בתחום זה הייתה עם רכישת קרן הפנסיה מיטבית (אוקטובר 2004), הקרן החדשה השלישית בגודלה בישראל, המנהלת נכסים בהיקף של כ-2.1 מיליארד ש"ח, בתמורה לסך של כ-135.2 מיליון ש"ח. כאמור לעיל, החברה האם של כלל ביטוח מצויה במשא ומתן לרכישת פעילות קופות הגמל של בנק דיסקונט המנהלות נכסים בהקף של כ-17.6 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2005. במידה ותושלם עסקה זו, צפויה כלל ביטוח לרכוש את פעילות קופות הגמל מידי החברה האם. כמו כן חתמה החברה על מזכר עקרונות לרכישת מניות ב.ש.ח ניהול קופות פנסיה בע"מ ("ב.ש.ח"). השקעות אלו מצטרפות לאחזקה בקרן הפנסיה עתודות, המנהלת נכסים בהיקף של כ-1.2 מיליארד ש"ח ונמצאת בהליכי מיזוג עם מיטבית, והשלמתן תעמיד את כלל ביטוח כאחת משתי החברות המובילות בישראל בניהול כספי חסכון לטווח ארוך (נכסי ביטוח חיים, קרנות פנסיה וקופות גמל), לצד חברת הביטוח מגדל.

⁴ ההסכם לרכישת אילנות דיסקונט והמשא ומתן על רכישת קופות הגמל הינם עדכון של הסכם עקרונות שנחתם בין כלל החזקות לבין בנק דיסקונט בחודש נובמבר 2005, אז הוסכם על רכישת האחזקות באילנות דיסקונט בתמורה לסך של 600 מיליון ש"ח ועל רכישת פעילות קופות הגמל של הבנק בתמורה לסך של 710 מיליון ש"ח.

שמירה על מעמד מוביל בענף ביטוח כללי תוך פיתוח ענפי נישא

כלל ביטוח חותרת לשמור על מעמד מוביל בענף הביטוח הכללי, אסטרטגיה הנובעת מכך שהענף מספק לה היקפי פעילות משמעותיים המהווים בסיס לרווחי השקעות. כלל ביטוח מתמודדת עם אתגרים משמעותיים על מנת לשמר את מעמדה המוביל בענף בוגר זה, המאופיין בשיעורי צמיחה מתונים ובסביבה עסקית תחרותית מאוד. כמו כל החברות הגדולות בענף, בשנים האחרונות היא מאבדת נתח שוק לטובת חברות בינוניות וקטנות, ובמקביל מפתחת ענפי נישא בהם היא נהנית ממעמד מוביל, כמו ביטוח אשראי, ביטוח נושאי משרה, ביטוח ימי מחלה, וביטוח ימי.

הגדלת נתח שוק בענף הבריאות

נתחם הבריאות רשם את הצמיחה המשמעותית ביותר בענף הביטוח בישראל בשנים האחרונות, עם גידול שנתי ממוצע של כ-14% בין השנים 2000 עד 2004, בהשוואה לגידול שנתי ממוצע של כ-5% בסך עסקי ביטוח כללי. בחמש השנים האחרונות פעלה כלל ביטוח לחיזוק מעמדה בענף, והפכה לשחקנית השנייה, עם נתח שוק של כ-18%, אך עדיין הרחק מקבוצת הראל השולטת בענף עם נתח שוק של כ-48%. כלל ביטוח מתמקדת בענף ביטוח הבריאות כאחד המקורות העיקריים לצמיחה.

שיקולים עיקריים לדירוג

בין שתי חברות הביטוח המובילות בישראל, בעלת נתח השוק הגדול בענף ביטוח כללי ושנייה בגודלה בביטוח החיים; גיוון עסקי רחב בין ענפי הביטוח ואיזון בהיקף הפעילות בין הביטוח הכללי וביטוח החיים תורמים לפיזור הפעילות וליציבותה; עתודות ביטוח חיים בהיקף של כ-27 מיליארד ש"ח מהוות בסיס יציב לרווחים גבוהים ונשנים מדמי ניהול. להערכת מידרג, עתודות ביטוח החיים במאזן מגלמות ערך כלכלי גבוה (Embedded Value); נתח שוק גבוה בשוק בענף רכב חובה, התורם לחברה רווחי השקעה משמעותיים. יחד עם זאת, ענף רכב חובה שהיווה מרכיב מרכזי ברווחי הביטוח הכללי בחברה בשנים האחרונות, סובל מתחרות גבוהה ומתעריפים יורדים, מגמות שצפויות להשפיע לרעה על הרווח שישוחרר בשנים הבאות; ניצול עודפי ההון הגבוהים שנצברו בשנים האחרונות לחיזוק האחיזה בתחום ניהול החסכון לטווח ארוך, משפר את מעמדה התחרותי בתחום ומצוי בסינרגיה לענף ביטוח החיים; עודפי הון גבוהים ביחס להון הנדרש; מגמות חיוביות בשוק ההון היוו מרכיב מרכזי ברווחים החל משנת 2003. תפנית שלילית במגמות אלו עלולה לפגוע ברווחים השוטפים; חשיפה למחזורי העסקים של ענף מבטחי המשנה ולאיתנותם הפיננסית.

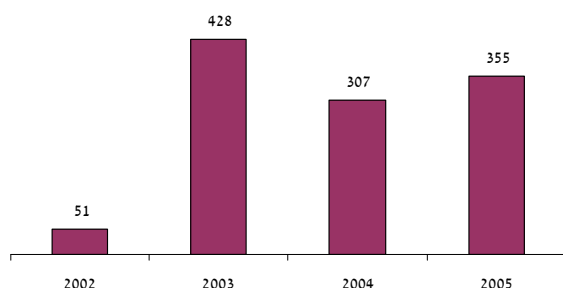
חוזקות

החברה הגדולה בענף הביטוח הכללי עם מעמד מוביל בענפי הרכוש ורכב חובה

כלל ביטוח החזיקה בנתח של 19.6% בדמי ביטוח כללי בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 (20.2% בתקופה המקבילה וכן בשנת 2004 כולה), והיא החברה הגדולה בענף. כלל ביטוח היא גם המבטחת הגדולה בענפי רכב חובה, אובדן רכוש למפעלים גדולים, ביטוחי דירות ומשכנתאות וכן ביטוח הנדסי. כלל ביטוח מובילה במספר ענפי נישא כמו ביטוח אשראי, ביטוח נושאי משרה, ביטוח ימי מחלה, וביטוח הובלות בים. למרות שבשנתיים האחרונות נשחק נתח השוק שלה, בעיקר נוכח תחרות מצד חברות ביטוח בינוניות וקטנות, כלל ביטוח שומרת על מעמד מוביל בענף הביטוח הכללי בהיקף הפעילות, ברמת החדשנות ובגיוון העסקי.

תיק הנוסטרו הגדול בענף מניב לחברה רווחי השקעה גבוהים ותשואות טובות יחסית למתחרות

כלל ביטוח: רווחי השקעה מעסקי ביטוח כללי (במיליוני ש"ח)



היקף הפעילות הגבוה בענפי הביטוח הכללי מהווה בסיס להכנסות השקעה, בפרט בענפים בעלי זנב ארוך בראשן ענף רכב חובה. בשנים 2003 עד 2005 בהן נהנה שוק ההון בישראל על ממגמות חיוביות, היוו הכנסות ההשקעה מרכיב משמעותי ברווחי הביטוח הכללי. עתודות הביטוח הכללי, ביחד עם ההון העצמי והעודפים מהווים את תיק הנוסטרו של החברה המושקע בעיקר באג"ח ממשלתי (31% מהתיק ליום 31.12.2005), אג"ח קונצרני (29%), מזומנים ופקדונות בבנקים (22%) ומניות (8%).

גיוון עסקי רחב ואיזון בין ענפי הביטוח השונים

עסקי הביטוח של כלל ביטוח נשענים במידה מאוזנת על שתי רגליים יציבות: עסקי ביטוח החיים ועסקי הביטוח הכללי התורמים כל אחד כמחצית הפרמיות. בתוך כך, החברה נהנית מגיוון עסקי גם בתוך עסקי הביטוח הכללי, עם פיזור גבוה של דמי הביטוח בין הענפים השונים. יש לציין עם זאת כי ענף רכב חובה אחראי לחלק ניכר מהרווח בעסקי ביטוח כללי, כך אצל מרבית חברות הביטוח.

כלל ביטוח (מאוחד): התפלגות הרווח לפי ענפי פעילות עיקריים						
2000	2001	2002	2003	2004	2005	
285	342	234	333	378	382	רווח מעסקי ביטוח חיים
15	44	86	133	138	161	רווח מענף רכב חובה
(5)	7	33	43	40	31	רווח מענף רכב רכוש
54	45	2	172	84	99	רווח מיתר ענפי ביטוח כללי
348	438	354	681	640	674	סך רווח מעסקי ביטוח
11	25	(19)	147	104	173	הכנסות מהשקעות שלא בעסקי ביטוח
(14)	(21)	(21)	(28)	(34)	(46)	הוצאות שלא במסגרת עסקי ביטוח
(10)	0	0	(17)	(25)	(50)	ריבית על התחייבויות לזמן ארוך
-	-	-	2	6	15	הכנסות נטו מניהול קרנות פנסיה וקופ"ג
194	253	172	416	415	497	רווח נקי לתקופה
מקור: דוחות כספיים לציבור						

דמי ניהול על השקעות העתודות המשתתפות ברווחים מהווים מקור רווח ותזרים גבוה ועקבי גם בטווח הארוך

כלל ביטוח היא החברה השנייה בגודלה בענף ביטוח החיים ומחזיקה נתח שוק יציב של 23% בפרמיות ובעתודות ביטוח חיים. תיק ביטוח החיים של החברה כולל עתודות ביטוח בהיקף של כ-27 מיליארד ש"ח הצפויות להניב לה רווחים גבוהים גם בשנים הבאות. ההכנסות מדמי ניהול כספי העתודות המשתתפות ברווחים מהוות את עיקר הרווח בענף. המגמות החיוביות בשוק ההון תרמו במידה ניכרת לרווחי החברה בשנים 2003 עד 2005. מגמות חיוביות נוספות בענף ביטוח חיים כללו את הפחתת העמלות לסוכנים החל משנת 2004 וירידה בפדיונות מוקדמים. לצד זאת יש לציין עם זאת כי בפוליסות ביטוח חיים המשווקות החל משנת 2004 הוחל שינוי מבני המקבע את דמי הניהול ומצמצם את שיעור ההוצאות המותר לניכוי מהפרמיה. שינוי זה צמצם את הרווחיות של הפוליסות המשתתפות ברווחים המונפקות משנת 2004 ואילך. פוליסות אלו מהוות עדיין חלק קטן יחסית מעתודות הביטוח של החברה אולם חלקן היחסי יילך ויגדל.

כלל ביטוח מנצלת את איתנותה הפיננסית ואת ניסיונה על מנת להרחיב את פעילות ניהול הנכסים לטווח הארוך ולשמור על מעמדה בתחום. תחום ניהול הנכסים לטווח הארוך הינו סינרגטי לפעילות בביטוח החיים

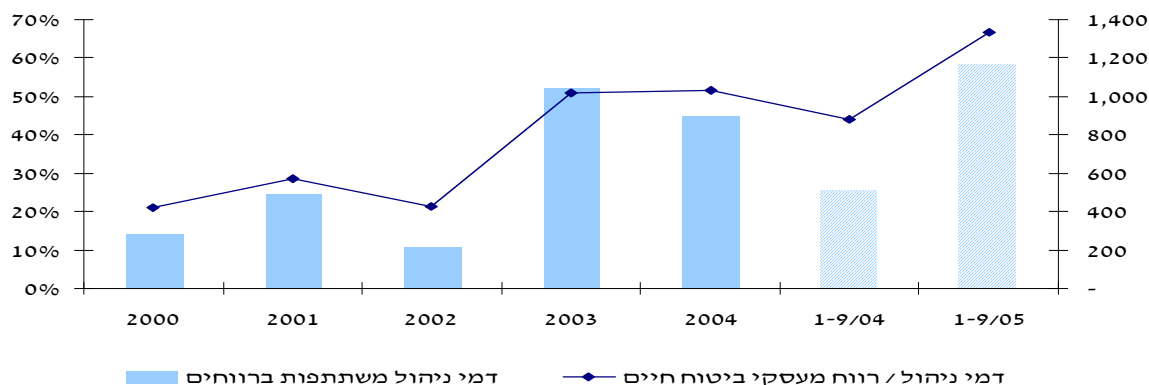
כלל ביטוח ניצלה בשנתיים האחרונות את עודפי ההון הגבוהים שצברה על מנת לשמור על מעמדה בתחום החסכון לטווח ארוך מול איומים שנבעו מהמאבק של כל חברות הביטוח הגדולות על הנכסים שהועמדו למכירה. הרחבת הפעילות בענף הפנסיה באמצעות רכישת קרן הפנסיה החדשה מיטבית, השלמת רכישת השליטה בקרן הפנסיה עתודות ורכישת קופות הפנסיה של ש.ב.ח, פתחו בפני כלל ביטוח שווקים פוטנציאליים נוספים, לרבות מפעלים גדולים ואיגודים מקצועיים. רכישת פעילות קופות הגמל של בנק דיסקונט, אם תתבצע, עשויה להוות בסיס לשיווק ביטוחי חיים או פנסיה לאלפי עמיתים עצמאיים הנדרשים, החל מחודש ינואר 2006, להפקיד רובד ראשון מינימלי של דמי גמולים לקצבה על מנת להמשיך ולהפקיד כספים גם לרובד הוני.

גורמי סיכון ענפיים

מגמות שוק ההון משפיעות באופן ניכר על רווחי חברות הביטוח. השפעה זו בלטה לטובה בשנים האחרונות, אולם זוהי השפעה תנודתית אשר כרוכה באי וודאות גבוהה

הרווחים הגבוהים של חברות הביטוח בכל אחת מהשנים 2003-2005 מדגישים את עוצמת ההשפעה של מגמות שוק ההון, החיוביות באותן שנים, על רווחי הענף. התשואות הגבוהות בשוק ההון השפיעו גם על הרווח בביטוח כללי, באמצעות רווחי ההשקעה על עתודות ענפי הביטוח בעלי הזנב הארוך (ובעיקר רכב חובה) וגם על הכנסות השקעה אחרות שאינם מעסקי ביטוח (השקעת עצמית של כספי ההון העצמי), אולם השפעתן בלטה במיוחד בענף ביטוח החיים, באמצעות הגידול בדמי הניהול על הפוליסות המשתתפות ברווחים. תנודתיות ההשפעה של שוק ההון על הרווח מעסקי ביטוח חיים בולטת בהשוואת דמי הניהול בשנת 2002, שאופיינה בתשואות שליליות בשוק ההון, לאלו שבאו בשנים שאחריהן. יש לציין כי במהלך השנים חלק שינוי מבני בתמהיל עתודות ביטוח החיים, עם גידול בחלקן היחסי של העתודות המשתתפות ברווחים שהוביל בפני עצמו לגידול בדמי הניהול. אולם, עדיין, מרבית הגידול בדמי הניהול בשנים האחרונות נובע מהגידול בתשואות על ההשקעות.

חמש קבוצות הביטוח הגדולות בישראל: דמי ניהול מפוליסות משתתפות ברווחים ומשקלם ברווח ביטוח חיים



מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג

ענף רכב חובה היווה בשנים האחרונות את מקור הרווח העיקרי בעסקי ביטוח כללי, בעיקר בשל ההשקעה החיובית של מגמות שוק ההון על הכנסות השקעה בגין העתודות בענף. הכנסות ההשקעה הגבוהות בענף חיפו על ירידת המחירים החדה בענף ועל רווחיות חיתומית נשחקת, אלו צפויות להתבטא ביתר שאת בשנים הקרובות

בדומה לענף כולו, גם בכלל ביטוח תורם ענף רכב חובה את עיקר הרווח מעסקי ביטוח כללי. כך, בכל אחת מהשנים בשנים 2003-2005 היווה הרווח מענף רכב חובה 53%-55% מהרווח מעסקי ביטוח כללי. רכב חובה הוא ענף עם "זנב ארוך", מכיוון שהכיסוי הביטוחי הינו עבור נזקי גוף, ותקופת התגבשות התביעה היא ארוכה יחסית. נוכח זאת, חברות הביטוח שומרות עתודות בגין כל שנת חיתום, המניבות לחברה הכנסות השקעה. בכלל ביטוח היוו הכנסות מהשקעה כ-60%-70% מהרווח ששחררה החברה בענף רכב חובה בכל אחת משלוש השנים האחרונות (החישוב בוצע ביחס לשנות חיתום ולא שנות דיווח, ומתייחס רק לשנות החיתום הסגורות). הכנסות ההשקעה הגבוהות פיצו על שחיקה מתמשכת ברווחיות החיתומית בענף רכב חובה בקרב מרבית החברות הפועלות בענף, אשר נבעה בעיקר מהפחתה מצטברת בתעריפים, בעקבות הרפורמה בתחום. ואולם, חלק ניכר מהפחתות התעריפים טרם גולם ברווחים ששוחררו בגין שנות החיתום הסגורות, והוא צפוי להתבטא בשחיקה נוספת, חדה יותר, ברווחים שישתחררו בשנים הקרובות, ובעיקר משנת 2007.

פגיעה בדמי הניהול על הפוליסות המשתתפות ברווחים כתוצאה מתחרות מצד אפיקי השקעה חלופיים

דמי הניהול על הפוליסות המשתתפות ברווחים, הנובעים מתשואת ההשקעה של כספי החסכון בפוליסות אחראים לעיקר הרווחים של חברות הביטוח בענף ביטוח חיים. הרפורמה שבוצעה בשוק ההון בשנים 2005 ו-2006, עם הפרטת קרנות הפנסיה החדשות ומכירת חברות הנכסים של הבנקים, העלתה את רמת התחרות בין קרנות הפנסיה, עם דגש על גובה דמי הניהול. העמדת דמי הניהול במוקד התחרות בענף החסכון לטווח ארוך צפויה, להערכת מידרוג, לחלחל גם לענף ביטוח החיים, שדמי הניהול בו נחשבים לגבוהים יחסית. לכך יש להוסיף את כוונת משרד האוצר לפתוח ברפורמה שבסופה ניתן יהיה לנייד את כספי ביטוח החיים בין חברות הביטוח השונות, ובין לבין קרנות הפנסיה. מהלך שכזה, ככל שיתממש, מהווה איום על רווחיות ויציבות חברות הביטוח בענף ביטוח חיים.

השקעות נרחבות של חברות הביטוח בקרנות פנסיה ובחברות ניהול נכסים פיננסיים צפויות ליצור לחצים תחרותיים כבדים בענף החסכון ארוך הטווח בשנים הקרובות

יישום הרפורמה בשוק ההון בעקבות המלצות "וועדת בכר" הוביל להשקעות גבוהות של חברות הביטוח בחברות ניהול הנכסים שהועמדו למכירה על ידי הבנקים, בעיקר במחצית השנייה של שנת 2005. השקעות אלו בוצעו בהמשך להשקעות ברכישת קרנות הפנסיה החדשות שהופרטו במהלך המחצית השנייה של שנת 2004. במידרוג סבורים כי המחירים ששילמו חברות הביטוח תמורת נכסי הפנסיה, הגמל וקרנות הנאמנות בשנתיים האחרונות גילמו מכפילי רווח גבוהים יחסית, אשר לא משקפים בהכרח את מלוא הסיכון הגלום בתזרימי המזומנים הישירים שצפויים מההשקעות הללו. נראה כי כל חברות הביטוח הגדולות מוצאות את הרחבת הפעילות בתחום ניהול נכסי חיסכון לטווח ארוך כיעד אסטרטגי מרכזי, והמחירים הגבוהים שיקפו בחלקו את חוסר הרצון שלהן להישאר מאחור בתחרות על הנכסים.

גם במידרוג סבורים כי קיימת סינרגיה בין ניהול נכסי הפנסיה והגמל לבין ניהול הנכסים במסגרת ביטוח חיים, באופן שעשוי להניב לחברות הביטוח תרומות עקיפות אשר לא ניתן לאומדן כיום. בד בבד, במידרוג מעריכים כי ההשקעות הגבוהות ברכישת חברות ניהול הנכסים יגבירו במידה ניכרת את הלחצים התחרותיים בתחום, באופן שיתבטא בירידה בדמי הניהול, בעלייה בהוצאות השיווק והתפעול ובסבסוד צולב של תמחור הסיכונים בין ענפי החסכון השונים.

גורמי סיכון עסקיים

אובדן נתח שוק בענפי הביטוח הכללי מצביעים על אתגרים בשמירה על מעמדה בשוק, שאינו מפגין צמיחה משמעותית ומאופיין בתחרות רבה

ענף הביטוח הכללי בישראל הוא ענף בוגר המאופיין בצמיחה ריאלית מתונה. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 רשם הענף עלייה של 2.0% בלבד בדמי הביטוח הכללי בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, בהמשך לגידול זניח של כ-0.5% בשנת 2004. היעדר צמיחה משמעותית של השוק, ביחד עם הרמת התחרות הגבוהה המאפיינת אותו, ובהינתן נתחי השוק הגבוהים ממילא של החברה – כל אלו מקשים על החברה לצמוח בענף והיא רושמת בשנים האחרונות שחיקה בנתח השוק. בשנת 2005 רשמה כלל ביטוח ירידה של 1.3% בדמי הביטוח הכללי בהשוואה לשנת 2004, זאת בהמשך לירידה של 2.7% בדמי הביטוח הכללי בשנת 2004. הירידה המשמעותית בדמי הביטוח בשנת 2005 נרשמה בתחום רכב חובה (ירידה של 4.9% בשנת 2005 בהשוואה לשנה הקודמת) ובתחום החבויות (ירידה של 11.7%), ובפרט בתחום ביטוח אחריות מנהלים. נתח השוק של כלל ביטוח בדמי הביטוח הכללי ירד בשנת 2005 לשיעור של 19.6% בהשוואה ל-20.2% בשנת 2004. להערכת מידרוג, בכדי לפצות על הירידה הכוללת בההיקף הפעילות בביטוח הכללי, מתמקדת כלל ביטוח בפיתוח ענפי נישא בהן היא מחזיקה ביתרונות יחסיים, בצמיחה בענף הבריאות ובהגדלת הפעילות בענף ביטוח החיים והחסכון לטווח ארוך.

דומיננטיות של מגזר המפעלים הגדולים בענפי הרכוש והחבויות חושפים את החברה לתביעות גבוהות

כלל ביטוח היא המבטחת המובילה של פוליסות אש ורכוש ללקוחות עסקיים, לרבות מפעלי תעשייה גדולים. לפוליסות אלו נלווים בחלק מהמקרים פוליסות ביטוח חבויות (מעבידים וצד ג'). פוליסות אש ורכוש אלו מעניקות כיסוי מפני אובדן רכוש או נזק פיזי לרכוש כתוצאה מאש או מברק. ישנן גם פוליסות מורחבות הכוללות כיסוי בפני סיכונים נוספים כמו התפוצצות, שיטפון ורעידת אדמה. פוליסות אלו מאופיינות בסכומי ביטוח גבוהים מאוד, הנעים בין עשרות עד מאות מיליוני דולרים לעסק אחד. חשיפת החברה בביטוח רכוש מוגנת באמצעות חוזי ביטוח משנה משני סוגים: ביטוח משנה יחסי מסוג מכסה (Quota share) המגן על החשיפה ברוב העסקים וחווה כיסוי קטסטרופה המעניק הגנה על חלקה של החברה מפני הצטברות של נזקים עקב ארועים של נזקי טבע. ואולם, למרות ההגנות, התממשות הסיכונים עלולה לפגוע באופן משמעותי ברווחי החברה בשנים מסוימות.

תמהיל העסקים של החברה מוטה ביטוחי משנה, מאפיין החושף אותה למחזורי העסקים של מבטחי המשנה העולמיים וליציבותם הפיננסית

הדומיננטיות של ענפי הרכוש בחברה, ובפרט ביטוחי אש ורכוש למפעלים גדולים מובילה את החברה לרכוש היקף גבוה יחסית של הגנות ממבטחי משנה, על מנת להקטין את החשיפה לסיכונים. ואולם, מצב זה יוצר לחברה חשיפה גבוהה יחסית לענף מבטחי המשנה. זהו ענף עולמי המאופיין במחזורי עסקים המושפעים מרמת התחרות בענף ומשיכחות של אסונות טבע גדולים ותביעות של נפגעים בתחום התביעות. מחזורי העסקים משפיעים על הנכונות של מבטחי המשנה להגדיל את קיבולת הסיכונים ועל התעריפים שהם קובעים (תעריפי הביטוח והעמלות). כמובן, העוצמה הפיננסית של מבטחי המשנה מושפעת גם ממגמות שוקי ההון המרכזיים בעולם, ומרווחי ההשקעה. אופק הדירוג של מודיס לענף ביטוח המשנה ולמרבית מבטחי המשנה המדורגים על ידה, הינו יציב, ומשקף את עוצמת הרווחים של מבטחי המשנה בשנים האחרונות, בפרט הודות לרווחים יוצאי דופן בענפי הרכוש. מחזור העסקים "הקשה" המאפיין כיום את הענף, והושפע בין השאר מאסונות האקלים בארה"ב, מאופיין בתעריפים גבוהים התורמים לחיזוק הרווחיות ובסיס ההון של מבטחי המשנה. עם זאת, במודיס רואים סימנים למגמה של התרככות בתנאי השוק, המאופיינת בתאבון סיכון גבוה יותר מצד מבטחי המשנה, תוך הורדת תעריפים. במידרוג מעריכים כי לכלל ביטוח פיזור גבוה של החשיפה בין מבטחי משנה שונים, המדורגים ברובם בדרגת השקעה גבוהה.

איתנות פיננסית ויחסי מינוף

ערב הגיוס הנוסף לכלל ביטוח עודף הון גבוה מעבר להון המינימלי הנדרש על פי תקנות הפיקוח על הביטוח. גיוס ההון בשנת 2006 מחד, וההשקעה בקופות הגמל מאידך צפויים במצטבר להקטין את עודף ההון של החברה

בחישוב ההון העצמי לצורך התקנות נכללים גם כתבי ההתחייבות הנדחים המהווים הון משני לפי תקנות ההון ומוגדרים על ידי Moody's כהון רך. לכלל ביטוח כתבי ההתחייבות נדחים בסך 613 מיליון ש"ח, מהם 200 מיליון ש"ח כתבי ההתחייבות נדחים שגויסו בחודש ינואר 2003, ויפרעו בשנים 2009 עד 2018 ו-400 מיליון ש"ח כתבי ההתחייבות נדחים שגויסו בחודש יולי 2004 וייפרעו בין השנים 2009 עד 2016. ערב גיוס כתבי ההתחייבות הנוספים, עמד היחס בין ההון המשני לבין ההון הראשוני על 24%, יחס המאפשר לחברה להגדיל את היקף כתבי ההתחייבות המוכרים לצורך ההון המשני, עד למגבלה של 50% מההון הראשוני. להערכת מידרוג, גיוס כתבי ההתחייבות הנוספים יתווסף להון המשני ויחזק את כרית הביטחון לבעלי הפוליסות. במידה וכלל ביטוח תשקיע ברכישת קופות הגמל של בנק דיסקונט היא תידרש להעמיד הון נוסף כנגד השקעה זו, ועודף ההון שלה עשוי לקטון.

הלימות ההון בחברות הביטוח – 31.12.2005

במיליוני ש"ח

כלל	מגדל	הפניקס	הראל	מנורה	
1,738	1,548	1,203	1,021	1,348	הון נדרש על פי תקנות הפיקוח על הביטוח
2,546	1,944	1,731	1,064	1,482	הון מחושב בהתאם לתקנות הפיקוח על הביטוח (1)
808	396	588	43	134	עודף הון מחושב על הון נדרש
46%	25%	49%	4%	10%	עודף הון מחושב על הון נדרש – באחוזים
					(1) הסכום המחושב כולל:
1,933	1,920	1,194	832	1,083	הון ראשוני
613	24	537	232	399	הון משני (בעיקר כתבי ההתחייבות נדחים)
24%	1%	31%	22%	27%	יחס הון משני להון ראשוני

מקור: דוחות כספיים לציבור

גיוס כתבי התחייבות נדחים בהיקף של 0.4 מיליארד ש"ח יעלה במידה ניכרת את רמת המינוף של כלל ביטוח
 החוב הפיננסי של כלל ביטוח ליום 31.12.2005 הסתכם בכ-613 מיליון ש"ח, והורכב כולו מכתבי התחייבות נדחים. גיוס נוסף של כתבי התחייבות נדחים בהיקף של 400 מיליון ש"ח יעלה את יחס החוב הפיננסי לבסיס ההון של החברה (חוב והון עצמי) לשיעור של כ-34% (על בסיס פרפורמה למאזן 31.12.2005), בהשוואה ליחס של 24% ערב הגיוס. גיוס החוב הנוסף יציב את החברה ברמת המינוף בין הגבוהות בענף.

חוב פיננסי ויחסי מינוף בחברות הביטוח – 31.12.2005						במיליוני ש"ח
מנורה	הראל	הפניקס	מגדל	כלל בפועל	כלל פרפורמה*	
428	208	595	48	613	1,013	כתבי התחייבות נדחים
-	113	128	233	-	-	חוב לבנקים
428	321	723	281	613	1,013	סך חוב פיננסי
1,082	831	1,472	1,931	1,943	1,943	הון עצמי וזכויות מיעוט
15,024	24,374	26,574	49,962	38,942	39,342	סך מאזן
28.3%	20.0%	32.1%	2.4%	24.0%	34.3%	חוב פיננסי / הון עצמי + חוב
2.8%	1.3%	2.7%	0.6%	1.6%	2.6%	חוב פיננסי / מאזן
מקור: דוחות כספיים לציבור						
* לאחר גיוס חוב בסך 400 מיליון ש"ח						

אופק הדירוג

גורמים אשר עלולים להשפיע להורדת הדירוג:

- מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תיפגע באיתנות הפיננסית
- מדיניות השקעות אגרסיבית בתחומים שאינם סינרגטיים לפעילות כלל ביטוח
- הידרדרות משמעותית באיתנות הפיננסית של מבטחי המשנה העיקריים
- שינויים מבניים רגולטוריים שיש בהם לפגוע במידה משמעותית באיתנות הפיננסית של החברה, דוגמת אפשרות נידוד כספי ביטוח חיים בין אפיקי חסכון שונים

סולם דירוג IFSR

דרגת השקעה	Aaa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Aaa מעניקות ביטחון פיננסי יוצא דופן. למרות שהפרופיל של חברות אלו יכול להשתנות בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק.
	Aa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Aa הן אלה המעניקות על פי שיפוט של מידרג ביטחון פיננסי גבוהה על פי כל אמת מידה. חברות ביטוח המדורגות בדירוג זה, יחד עם החברות המדורגות בדירוג Aaa ידועות בדרך כלל כמעניקות כמעניקות ביטחון פיננסי מצוין (high investment grade). דירוגן של חברות אלו נמוך מ – Aaa מכיוון שסיכויי הטווח הארוך שלהן נראים במידה מסוימת גדולים יותר.
	A	חברות ביטוח המדורגות בדירוג A מעניקות ביטחון פיננסי טוב, ויש לראותן בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לחברות ביטוח אלו כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Baa מעניקות בטחון פיננסי מספק. הביטחון הפיננסי אותו מעניקות חברות הביטוח אלו נראה מוגן לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים לפרק זמן ארוך.
	Ba	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Ba הן כאלה שעל פי שיפוט של מידרג אי אפשר לומר שהן מעניקות ביטחון פיננסי מלא. לעיתים יכולתן של חברות אלו לעמוד בהתחייבויות כלפי מחזיקי הפוליסות מוגבלת למדי ואינה מובטחת לחלוטין בעתיד.
	B	חברות ביטוח המדורגות בדירוג B מעניקות ביטחון פיננסי חלש. יכולתן להבטיח לאורך זמן ממושך כי יעמדו במועד בהתחייבויות כלפי מחזיקי הפוליסות נמוכה.
	Caa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Caa מעניקות ביטחון פיננסי חלש ביותר. יתכן כי הן נמצאות בכשל כלפי מחזיקי פוליסות או שיש יסוד לחשש באשר לתשלום במועד בגין פוליסות ותביעות קיימות.
	Ca	חברות ביטוח במדורגות בדירוג Ca מעניקות ביטחון פיננסי חלש באופן קיצוני. חברות אלו הן לרוב בכשל כלפי מחזיקי פוליסות או שהן בעלות חסרונות בולטים אחרים.
	C	חברות ביטוח המדורגות בדירוג C הן חברות ביטוח בעלות הדירוג הנמוך ביותר ויש להן סיכוי נמוך כי אי פעם יוכלו להציע בטחון פיננסי.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וכאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו- 3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa ועד Caa על מנת לדרג את החברות בכל אחת מקטגוריות. המשתנה '1' מציין שהחברות מצויות בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה הן משתייכות, המצוינות באותיות. המשתנה '2' מציין שהן מצויות באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שהחברות מצויות בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג, המצוינת באותיות. נציין כי האיתנות הפיננסית של הקבוצות בכל קטגוריה דומה באופן כללי.

דוח מספר : CIC010506400M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2006

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונים או שינוי באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.