



הכשרת הישוב החזקות ביטוח בע"מ

דוח דירוג ראשוני | מאי 2010

1

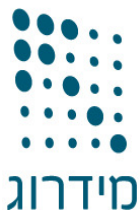
מחברת:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיון, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il



הכשרת הישוב החזקות ביטוח בע"מ

Baa1	דירוג סדרה
-------------	-------------------

הדירוג Baa1 ניתן לאגרות חוב בסך של עד 160 מיליון ש"ח ערך נקוב שבכוונת הכשרת הישוב החזקות ביטוח בע"מ ("הכשרה החזקות" או "החברה") לגייס. בכוונת החברה לייעד סך של כ-95 מיליון ש"ח מתמורת גיוס אגרות החוב לפירעון של אגרות חוב (סדרה ג') שהנפיקה החברה בעבר. יתרת התמורה מיועדת למימון השוטף של החברה ולהגדלת היתרות הנזילות ושמירתן לאורך זמן.

החברה תפעל להותיר כרית ביטחון בסכום כספי השווה לתזרים הריבית והקרן הצפוי שנה קדימה בגין אגרות החוב. כרית הביטחון תופקד בחשבון ייעודי לטובת מחזיקי אגרות החוב ללא זכות קיזוז בבנק בעל דירוג פקדונות ז"ק P-1.

בקביעת הדירוג הניחה מידרוג כי החברה תשמור על תנאי הנחיתות של שטרי ההון שהוזרמו לחברה במהלך שנת 2009 (כמפורט להלן) לאורך כל חיי אגרות החוב.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 2/5/2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

פרופיל החברה

הכשרת הישוב החזקות ביטוח בע"מ ("הכשרה החזקות" או "החברה") הינה חברת אחזקות ציבורית, שאחזקתה היחידה הינה בהכשרת הישוב חברה לביטוח בע"מ (60.8%), חברת ביטוח ישראלית הפועלת בתחומי הביטוח הכללי וביטוח החיים וחסכון לטווח ארוך בישראל ("הכשרה ביטוח"). בחודש פברואר 2006 רכשה אלעזרא החזקות בע"מ ("אלעזרא החזקות") את השליטה בחברה (88.2%) מידי קבוצת הכשרת הישוב בתמורה לסך של כ-90 מיליון ש"ח, מהם כ-60 מיליון ש"ח מומנו בחוב בנקאי והיתר בהלוואת בעלים. במהלך השנים 2007-2008 הגדילה אלעזרא החזקות את החזקותיה בהכשרה החזקות ל-88.53%. כמו כן, מחזיק מר אלי אלעזרא, בעל השליטה באלעזרא החזקות, במישרין בהכשרה החזקות, שיעור נוסף של 0.98%. אלעזרא החזקות הינה חברת אחזקות פרטית (שהינה "תאגיד מדווח" כהגדרת המונח בחוק ניירות ערך), המחזיקה, בנוסף להכשרה החזקות, גם באפרידר החברה לשיכון ופיתוח ישראל בע"מ (90%) חברת פרטית העוסקת בייזום תכנון ופיתוח נדל"ן למגורים. אפרידר מחזיקה בכ-25.89% נוספים בהכשרה ביטוח וב-100% מהון המניות של אלבר שירותי מימונית בע"מ ("אלבר"), חברה פרטית העוסקת בהחכרת כלי רכב בשיטת הליסינג התפעולי.

במהלך השנים 2003-2007 הנפיקה החברה אג"ח (סדרה ג') בערך נקוב כולל של כ-156 מיליון ש"ח, שיתרתן ליום 31/12/2009 הינה כ-80 מיליון ש"ח ערך נקוב. בהתאם לתנאים המקוריים, עמדו האג"ח לפירעון בשלושה תשלומים שנתיים שווים ביום 31 בדצמבר של כל אחת מהשנים 2007-2009 (כולל) ונשאו ריבית צמודת מדד בשיעור של 8.0%. שלישי מאגרות החוב שהונפקו נפרעו ב-31/12/2007. בחודש ינואר 2009 אישרה אסיפת מחזיקי אגרות החוב של החברה הסדר בין מחזיקי אגרות החוב לבין החברה. על פי הסדר החוב, יתרת הערך בספרים שהסתכמה בכ-105 מיליון ש"ח (כולל הצמדה וריבית צבורה) תישא ריבית בשיעור של 9.0% ותיפרס מחדש על פני השנים 2009-2013. במהלך החודשים ינואר-מאי 2009 הזרימה אלעזרא החזקות לחברה סך של כ-32 מיליון ש"ח כנגד הנפקת שטרי הון צמיתים. שטרי ההון אינם נושאים הצמדה וריבית ולא נקבע להם תאריך פרעון. על פי שטר הנאמנות לאגרות החוב (סדרה ג') הם אינם ניתנים לפירעון טרם לפירעון מלא של אגרות החוב (סדרה ג'). ההזרמה מימנה את עיקר צמצום החוב הפיננסי בחברה בשנה החולפת.



מידרוג

עם רכישת השליטה על ידי קבוצת אלעזרא ולאחר חיזוק שדרת הדירקטוריון וההנהלה, נערכה פעילות נרחבת לניתוח האסטרטגיה והמדיניות של חברת הביטוח, נקבעו יעדים, דרכי פעולה, ותהליכים למדידה תכופה והדוקה של התוצאות והביצועים בפועל. בשנים 2006-2007 הוחל בטיוב תיק הביטוח במטרה לייצר פלטפורמה לחיתום נאות, לגיוון תמהיל הענפים ולהרחבת הפעילות הביטוחית בהתאם למדיניות ההנהלה. החל במחצית השנייה של 2007 ניתן להבחין בחלק מתוצאות התהליך. ואולם, הביטוי הכספי של תהליכי שינוי בתחום הביטוח הוא איטי, בשל "זנב ארוך" בחלק מהענפים, שחלוף הדרגתי של הפוליסות בענפים הקצרים, ירידת תעריפים בענף הרכב חובה ותחרות חזקה במרבית הענפים. שנת 2008, שהביאה עמה משבר חמור בשוקי ההון, פגעה באופן משמעותי ברווחים ובהון העצמי של כל חברות הביטוח. שנת 2009 עמדה בסימן התאוששות ניכרת בשווקים שהשפיעה לטובה על רווחי הנוסטרו וההון העצמי בכל הענף, לרבות הכשרה ביטוח.

י"ר הכשרה החזקות והכשרה ביטוח הינו מר אלי אלעזרא. מנכ"ל הכשרה החזקות והכשרה ביטוח החל מחודש פברואר 2006 הינו מר עופר טרמצי. הכשרה ביטוח מעסיקה כ-300 עובדים.

הכשרה ביטוח - תוצאות כספיות עיקריות, במיליוני ש"ח *

2005	2006	2007	2008	2009	
IGAAP	IGAAP	IFRS	IFRS	IFRS	
16.6	29.0	43.5	(37.2)	12.9	רווח מעסקי ביטוח כללי
(0.7)	9.0	4.5	0.3	23.3	רווח מעסקי ביטוח חיים
10.9	12.9	21.1	3.0	8.7	הכנסות השקעה לא מיוחסות למגזרי פעילות
10.1	9.9	13.9	20.6	17.0	הוצאות מימון
10.5	17.1	34.0	(38.2)	23.5	רווח נקי (הפסד)
-	-	(7.2)	(45.3)	49.5	רווח (הפסד) כולל אחר נטו
-	-	26.8	(83.5)	73.0	רווח (הפסד) כולל
-	-	2,040	2,141	2,316	התחייבויות בגין חוזי ביטוח והשקעה שאינם תלויי תשואה
-	-	1,185	1,145	1,575	התחייבויות בגין חוזי ביטוח והשקעה תלויי תשואה
1,286	1,295	-	-	-	עתודות ביטוח ותביעות תלויות - ביטוח כללי (עד 2007)
1,587	1,681	-	-	-	עתודות ביטוח ותביעות תלויות - ביטוח חיים (עד 2007)
115	104	139	158	147	התחייבויות פיננסיות אחרות
162	179	207	166	272	הון עצמי

* התוצאות הכספיות על פי עקרונות החשבונאות הבינ"ל אינן ניתנות להשוואה לתוצאות על פי כללי החשבונאות הישראלים וזאת בעיקר מכיוון שעל פי התקינה הבינלאומית חלק מרווחי (הפסדי) השקעה נזקף ישירות לקרן הון (רווח/הפסד כולל אחר נטו) ואילו על פי התקינה הישראלית, כפי שהייתה בשנים הרלוונטיות, רווחי ההשקעה נזקפו במלואם לרווח והפסד. הרווח הכולל על פי תקני החשבונאות הבינ"ל בשנים 2007-2009 הינו בר השוואה לרווח הנקי לפי התקינה הישראלית בשנים 2005-2009, בשינויים הנדרשים בין סוגי התקינה.

הכשרה החזקות ביטוח - נתונים המיוחסים לחברה (סולו) מתוך הדוחות הכספיים המאוחדים, במיליוני ש"ח

12/07	12/08	12/09	
191	118	165	השקעות בחברות מאוחדות
112	140	124	חוב פיננסי
80	(30)	38	הון עצמי
(17)	(15)	(15)	הוצאות מימון
-	(91)	31	רווח (הפסד) כולל
-	-	6	דיבידנדים שהתקבלו *
-	-	-	דיבידנדים ששולמו

* לאחר תאריך המאזן האחרון הכריזה הכשרה ביטוח על דיבידנד בגין רווחי 2009 בסך של כ-8 מיליון ש"ח, חלק החברה כ-4.8 מיליון ש"ח.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בחברות אחזקה בביטוח. על פי מתודולוגיה זו, דירוג החוב של חברת האחזקות נקבע ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח. הדירוג של חברת האחזקה נמוך מדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח, בשל הנחיות המבנית ביחס לחברת הביטוח. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים דוגמת רמת נזילות ומידת הגמישות הפיננסית.

דירוג החוב של הכשרה החזקות מתבסס בעיקר על דירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח. דירוג הכשרה ביטוח משקף את תמהיל העסקים בה, המוטה כלפי הביטוח הכללי וענפי הרכב בפרט, ואת גודלה הבינוני בענפים הדומיננטיים אצלה. בשנתיים החולפות נירשם שיפור ניכר בתמהיל הענפים בהכשרה ביטוח, בהשוואה לעבר ובהשוואה לחברות ביטוח קטנות אחרות, אולם עדיין ניכרת ריכוזיות ענפית גבוהה. ענפי הרכב מאופיינים בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין השאר על רקע השפעת שוק ההון על הצבירה; רווחיות החברה אינה בולטת לטובה בענף בשנים האחרונות אך ניכרים בה סימנים של שיפור. להערכת מידרוג, תהליכי השיפור בענף הביטוח איטיים יחסית בשל מאפייניו. הדירוג משקף מחד, את הפעולות המשמעותיות לשיפור החיתום והיעילות התפעולית, ומאידך, את היעדרה של היסטוריה פיננסית מספקת לבחינת הרווחיות תחת המדיניות שאומצה בשנת 2007; יש לציין כי חרף הפעילות הנמוכה היחסית בביטוח החיים, מציגה החברה שיפור ברווחיות בענף ותשואות טובות בפוליסות המשתתפות ברווחים; להכשרה ביטוח הלימות הון טובה בהשוואה לענף ועודפי הון גבוהים שנצברו בשנה החולפת.

בהתאם למתודולוגיה של מודיס, דירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח מושפע גם מרמת המינוף ומיחסי הכיסוי התזרימיים בחברה האם. מידרוג בוחנת את האיתנות הפיננסית של הכשרה החזקות בהתבסס על ההון העצמי ליום 31/12/2009 ועל יחס החוב הפיננסי לשווי ההשקעות בספרים בשיעור של 75%. בקביעת דירוג החוב של הכשרה החזקות ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

- נחיתות מבנית של החוב בחברת ההחזקות ביחס להתחייבויות חברת הביטוח לבעלי הפוליסות ולנושים נוספים
- תלות החברה במקור תזרימי יחיד אשר כפוף למגבלות רגולטוריות ונתון בקורלציה גבוהה עם שוקי ההון
- נזילות נמוכה של הכשרה החזקות המתבטאת בהיעדר יתרות נזילות (ערב הגיוס החדש) ובהסתמכות החברה על מקורות חיצוניים לצורך המימון השוטף. שיפור רמת הנזילות בעקבות גיוס זה ושמירת נזילות סבירה ביחס לצורכי שירות החוב לאורך זמן, היוו שיקול בדירוג
- גמישות פיננסית נמוכה הנובעת ממגבלה על שעבוד מניות חברת הביטוח כחלק מתנאי היתר השליטה במבטח. לצד זאת נלקח בחשבון כי תיק ביטוח הינו נכס בעל סחירות בקרב הגורמים בשוק ההון

פירוט השיקולים העיקריים בדירוג

מיצוב עסקי, גיוון ענפי וערוצי הפצה

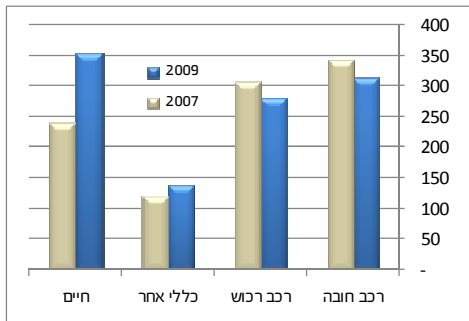
תמהיל עסקים מוטת רכב תוך מגמה של גידול בענפי רכוש אחרים וביטוח חיים

הכשרה ביטוח נמנית על חברות הביטוח הקטנות באופן יחסי בישראל, וכמותן, היא מוטת לענפי הביטוח הכללי, ולענפי הרכב בפרט. פרמיות הביטוח הכללי היוו כ-67% מסך הפרמיות בחברה בשנת 2009 ויתר הפרמיות נבעו מענפי ביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך ("ביטוח חיים"). ענף הרכב תרם כ-80% מפרמיות הביטוח הכללי. יש לציין כי תמהיל העסקים בחברה מוטת פוליסות פרט, על חשבון מיעוט קולקטיבים, גורם התורם באופן חיובי לפיזור העסקים ולרווחיות החיתומית.

הכשרה ביטוח מחזיקה נתח שוק של כ-4.0% בפרמיות ביטוח כללי בישראל וכ-1.9% בפרמיות ביטוח חיים. מעמדה של החברה בענפי הרכב הוא כשל חברה בינונית כ-7.5% נתח שוק ברכב חובה וכ-7.0% ברכב רכוש. לשם השוואה, נתח השוק הממוצע של חברות הביטוח הגדולות בענפי הרכב עומד על כ-11%.

במהלך השנים 2007-2009 חל גידול מהותי ועקבי בפרמיות ביטוח חיים בהכשרה ביטוח, בשיעור שנתי ממוצע של כ-12% (בנטרול צבירה חד פעמית שהתקבלה) וזאת בעקבות תהליך אסטרטגי ארוך טווח להגדיל את הפעילות בתחום. עיקר הגידול בפרמיות בשנים אלו נבע ממכירות חדשות.

הכשרה ביטוח: התפלגות פרמיות ברוטו לפי מגזרים עיקריים, במיליוני ש"ח - שנת 2009 לעומת שנת 2007



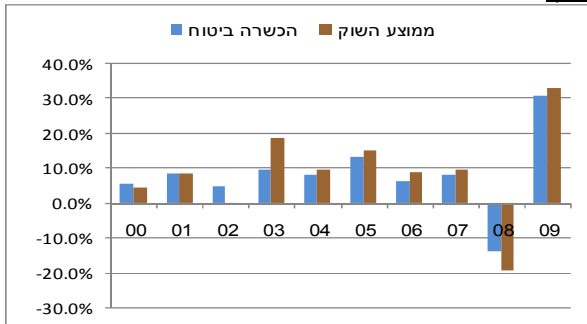
בתמהיל העסקים בביטוח הכללי ניכרת בשנתיים האחרונות ירידה מסוימת בחלקם של ענפי הרכב (רכוש וחובה) בפרמיות, לצד עלייה בחלקם של ענפי רכוש אחרים. הדבר נובע ממספר גורמים: ראשית, החברה ביצעה פעולות משמעותיות לטיוב תיק הרכב, בעיקר בשנת 2007, תהליך שהוביל בהדרגה להפסקת פעילות עם סוכנים ומגזרים הפסדיים ולירידה בהיקף הפעילות בתחום. שנית, החברה פועלת להגדלת הפעילות בענפי רכוש אחרים, ובעיקר עסקים ודירות. בנוסף, בענף רכב רכוש נרשמה בשנת 2009 ירידה בתערופים, שהובילה לקיטון בפרמיות.

הפעילות בענפי רכוש אחרים כוללת בעיקר ביטוח דירות ועסקים. בענף הדירות פועלת החברה הן בביטוח מבנה אגב משכנתא והן בביטוח תכולת דירות בתוספת חבויות הקשורות לדירת המגורים. בתחום בתי העסק פועלת החברה בביטוח רכוש, מבנה ותכולה, בעיקר במגזר עסקים קטנים ובינוניים. חלקה של החברה בפרמיות רכוש אחר (שאינו רכב) מסך המשק מוערך בכ-2.5%. נתח השוק של החברה מצוי בעלייה בהשוואה לעבר.

להערכת מידרוג, מיצוב תמהיל העסקים של החברה הינו נמוך יחסית, נוכח ההטיה הניכרת כלפי ענפי הרכב שהינם ענפים תחרותיים מאוד, ובשונה מענפי ביטוח החיים, הם חסרים את המרכיב הקבוע של דמי ניהול. הגידול בפעילות בביטוח החיים בולט לטובה, אולם היקף הפעילות עדיין נמוך יחסית. יש לציין כי תמהיל הפרמיות בביטוח החיים מוטת כלפי פוליסות פרט, המאופיינות בשיעור רווחיות גבוה בטווח הארוך בהשוואה לביטוחי מנהלים. שיעור הפדיונות של פוליסות הפרטי גבוה יותר בתקופות משבר כלכלי או פיננסי. בכוונת החברה להוסיף ולצמוח בעסקי הרכוש והחיים על מנת לגוון את התיק. להערכת מידרוג, יכולתה של החברה להוסיף ולגדול בענפים הצומחים חשופה לתחרות חריפה השוררת בין חברות הביטוח, תוך דומיננטיות של חמש קבוצות הביטוח הגדולות שהינן בעלות משאבי הון ניכרים בהשוואה לאלו של החברה.

תשואות החברה בפוליסות המשתתפות דומות לענף בשנים האחרונות בעקבות שינוי מדיניות ההשקעות

תשואה נומינלית ברוטו למשתתפות (קרן י'): הכשרה ביטוח מול סך הענף



בסוף שנת 2006 נבחנה מחדש מדיניות ההשקעה של הכשרה ביטוח בתיק המשתתפות. בשנים הקודמות מדיניות ההשקעה הייתה סולידית. נוכח הערכת ההנהלה כי לצורך כושר התחרות בשוק, קיימת חשיבות רבה להישגי התשואות הנוכחיות, התקבלה החלטה לבצע שינוי הדרגתי במדיניות ההשקעות, תוך היצמדות לבנצ'מארק של תיק השוק של ענף הביטוח.

כך, אם בממוצע בשנים 2003-2006 עמדה התשואה השנתית הממוצעת בתיק המשתתף של החברה על כ-9.4% לעומת כ-13% בכלל הענף, הרי שבשנים 2007-2009 התשואה בחברה השתפרה משמעותית והיא דומה יותר לתשואת הענף, ואף גבוהה ממנו: 8.3% מול 7.8%. בולטת לטובה התשואה השלילית הנמוכה יחסית של תיק החברה (13.8%) בשנת 2008 לעומת תיק הענף (19.4%).

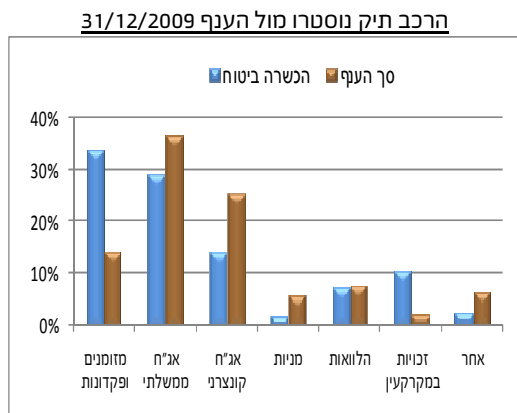
סוכני הביטוח הם ערוץ ההפצה היחיד

החלטה אסטרטגית הכשרה ביטוח אינה פועלת בערוצי הפצה ישירים וממצבת עצמה כחברת סוכנים. מצב דומה קיים בחברות ביטוח קטנות ובינוניות נוספות בענף, אשר מחד, מנצלות את קוטנן לשמר קשר ישיר עם הלקוח רחב של סוכנים קטנים ומאידך, מתקשות לעמוד בעלויות החדירה והתפעול הגבוהות הכרוכות בערוצי השיווק הישיר. פיזור הסוכנים בתרומה לפרמיות בחברה הינו רחב.

בשנים 2008-2009 ניכרת ירידה בשיעור העמלות לפרמיה בענפי הרכב ובביטוח החיים בהכשרה ביטוח, זאת על רקע שינוי בתמהיל הענפים. בענף הביטוח הכללי עומדת החברה לאורך זמן ביחס הוצאות דומה לענף, חרף היותה קטנה יחסית. בענף ביטוח חיים היא מאופיינת בשיעור הוצאות גבוה יחסית לענף נוכח תמהיל מוטת פוליסות פרט.

איכות נכסי הנוסטרו ומדיניות ההשקעות

מבנה נכסים סולידים יחסית



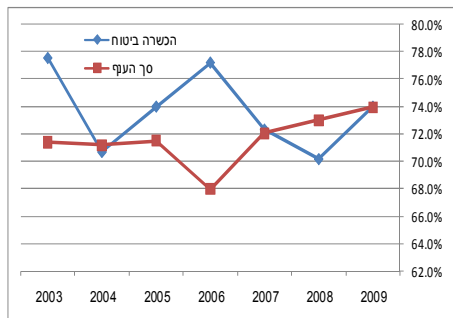
תיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) של הכשרה ביטוח לסוף שנת 2009 הסתכם בכ- 1.5 מיליארד ש"ח נכסים פיננסיים ומהווה כ-4% מתיק הנוסטרו של סך הענף. מדיניות ההשקעות של החברה בתיק הנוסטרו מגבילה את שיעור ההשקעות במניות עד לכ- 11% מהתיק, תוך הגבלות פנימיות על סוג המניות. שיעור האג"ח הקונצרני מוגבל לכ- 22% בדירוג מינימאלי A1. שיעור הנכסים הסולידיים בתיק (מזומנים, פקדונות ואג"ח קונצרני Aa3 ומעלה) עומד על כ-67% בחברה לעומת כ-63% בענף.

תיק הנוסטרו כולל הלוואה שהעמידה החברה לחברה האחות אפרידר שיתרתה כ-30 מיליון ש"ח ליום 31/12/2009.

מהלכים נרחבים לשיפור תהליכי החיתום וניהול התביעות

בשנים האחרונות ביצעה החברה תהליכים משמעותיים לשיפור הרווחיות בכל המישורים, ישירים ועקיפים. הפעולות כללו צמצום פעילות במגזרים הפסדיים, הגדלת פיזור הסוכנים תוך טיובם, הרחבת הפריסה הגיאוגרפית והעמקת החדירה במרכז הארץ, שיפור הטיפול בגבייה ועוד. תהליכי השינוי בענף הביטוח אינם מהירים נוכח זמן ההתאמה הנדרש לפעילות. זאת ועוד, בענף רכב חובה, הדיווח השוטף הינו ביחס לשנת חיתום שלפני שלוש שנים.

יחס הנזקים בענף רכב רכוש 2003-2009



ענף רכב רכוש, הדומיננטי אף הוא בחברה, מאופיין בתחרות תערופים חריפה וקיימות בו השפעות אקסוגניות רבות - אלו מייצרים תגודתיות גבוהה ברווחיות החיתומית. במוצא לאורך השנים 2007-2009 היה יחס נזקים רכב רכוש בהכשרה ביטוח (73%) דומה לענף, זאת לעומת השנים 2003-2006 בהן היחס בחברה עמד על כ-75% במוצא לעומת כ-71% בכלל הענף. שנת 2009 בלטה בעלייה ביחס הנזקים בענף רכב רכוש במרבית החברות בהשוואה לשנת 2008, בעיקר בשל שחיקת תערופים שהובילה לירידה בפרמיות.

בענפי הרכוש האחרים, בעיקר דירות ועסקים, רושמת החברה רווחיות גבוהה, עם יחס נזקים בולט לטובה בשיעור של כ-38% במוצא בשלוש השנים האחרונות. תמהיל העסקים של החברה מוטה פרט ועסקים קטנים עד בינוניים, גורם התורם לרווחיות. יש לציין עם זאת כי החברות בענף משווקות את פוליסות העסקים לצד פוליסות חבויות (צד ג' או מעבידים), המאופיינות בהפסדים לאורך זמן, ולפיכך מדידת ענפים אלו בנפרד מטה מעלה את הרווחיות.

שיפור ברווח ענף ביטוח חיים בשנתיים האחרונות

בשנת 2009 חל שיפור משמעותי ברווח מענף ביטוח חיים בעקבות הגידול בדמי הניהול שגבתה החברה, לאחר שהחברה החלה בגביית דמי ניהול משתנים כבר ברבעון השלישי (מרבית החברות בענף החלו בגבייה רק ברבעון הרביעי). ואולם, גם בשנת 2008, שבה נגבו דמי ניהול קבועים בלבד, נרשם הפסד נמוך בהשוואה לשנת 2007, יחסית להיקף הירידה בדמי הניהול בין השנים. הדבר נבע בעיקר מצמצום הפסד בגין קולקטיב סיעודי היסטורי שהחברה הפסיקה במהלך שנת 2007. כמו כן ניכרת ירידה בשיעור העמלות ובשיעור הוצאות הנהלה וכלליות.

הכשרה ביטוח: תוצאות עיקריות בעסקי ביטוח חיים, במיליוני ש"ח

2007	2008	2009	
5.3	(1.0)	25.2	רווח מעסקי ביטוחי חיים לפני מס *
15.2	7.6	27.0	דמי ניהול שנגבו
22.4%	18.6%	19.8%	דמי עמלה / פרמיה ברוטו
5.5%	3.5%	3.6%	הנהלה וכלליות / פרמיה ברוטו
1.9%	0.2%	6.6%	רווח לפני מס / פרמיה ברוטו

* בשנת 2007 כלל הרווח הפסד מביטוח סיעוד קולקטיבי בסך של כ-8.5 מיליון ש"ח. בשנת 2008 הופסק הקולקטיב וההפסד צומצם במידה משמעותית בשנים 2008-2009.

תשואה על ההון במגמת שיפור לעומת הענף, אולם עדיין נמוכה לאורך זמן

התשואה השנתית של הרווח הכולל בהכשרה ביטוח להון העצמי במוצא בחמש השנים האחרונות עמדה על כ-5.2%, בהשוואה למוצא ענפי של כ-14%. בשנת 2009 לבדה רשמה הכשרה ביטוח תשואה להון גבוהה במעט מזו של הענף (33% לעומת כ-31%). תשואת הנוסטרו הנומינלית בהכשרה ביטוח בשנים 2009, 2008 ו-2007 עמדה על 13.7%, (7.24%) ו-4.8%, בהתאמה, ובמוצא כ-3.75% בשלוש השנים (לא קיימים נתונים ענפיים ומרבית החברות אינן מדווחות על תשואה זו).

שיפור ניכר בעודפי ההון בסוף שנת 2009 על רקע גידול הרווח הכולל וגיוס הון משני

במהלך שנת 2009 חל גידול ניכר בהון העצמי של החברה בעקבות הרווח הכולל שנרשם במהלך השנה. במהלך 2009 גדל גם ההון הנדרש מהחברה, כמו בכל חברות הביטוח, כחלק מתהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, אשר צפוי להיות מושלם עד סוף 2012. בהתחשב גם בגיוס הון משני שבוצע לאחר תאריך המאזן, עומד עודף ההון בהכשרה ביטוח על כ-66 מיליון ש"ח. עודף ההון כאמור אינו מתחשב בדיבידנד שהוכרז לאחר תאריך המאזן בסך של 8.0 מיליון ש"ח. יחס ההון המשני להון הראשוני עומד על כ-50% ומצוי בגבול יכולת גיוס ההון המשני של החברה. בסוף 2008, על רקע הפסדי ההון הכבדים באותה שנה, חרגה החברה מדרישות ההון, בדומה לחברות גדולות נוספות בענף, ולצורך עמידה בדרישות ההון הוזרמו לחברה שני נכסי נדל"ן על ידי החברה האחות אפרידור כנגד הקצאת מניות בחברת הביטוח.

הכשרה ביטוח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ש"ח

<u>31/12/2007</u>	<u>31/12/2008</u>	<u>31/12/2009</u>	
321	290	302	הון נדרש לפי תקנות קודמות
-	-	342	הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן*
231	166	272	הון ראשוני קיים
100	83	113	הון משני מוכר
331	249	385	סך ההון המחושב (הון ראשוני קיים + הון משני מוכר)
10	(41)	43	עודף הון ליום הדוח הכספי**
-	43	-	הזרמת הון לאחר תאריך המאזן
-	23	-	ניצול הון משני בעקבות הזרמת הון
-	9	23	הנפקת הון משני לאחר תאריך המאזן
-	34	66	עודף הון בעקבות השלמות לאחר תאריך המאזן
3.1%	11.7%	19.3%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש - לאחר השלמות
43.0%	55.0%	50.0%	הון משני / הון ראשוני***

* לו היו תקנות ההון המתוקנות מאומצות באופן מלא ביום 31/12/2009, ההון הנדרש מהחברה היה בסך של כ-437 מיליון ש"ח. כאמור לעיל, אימוץ התקנות מתבצע באופן מדורג עד ליום 31/12/2011. הנתון לעיל מתייחס להון הנדרש בהתאם לתקנות החדשות עד ליום 31/12/2009. ** עודף הון ליום 31/12/2009 מחושב ביחס להון הנדרש לפי התקנות המתוקנות. *** בתחילת שנת 2009 אישר המפקח על הביטוח לחברות הביטוח בישראל הקלה בהון הנדרש לעניין שיעור ההון המשני, באופן שכנגד הזרמת כספים לחברות הביטוח על ידי בעלי השליטה, תהיה רשאית חברת הביטוח לכלול בהון המחושב הון משני בסך 75% מההזרמה, במקום 50% כפי שנקבע בתקנות.

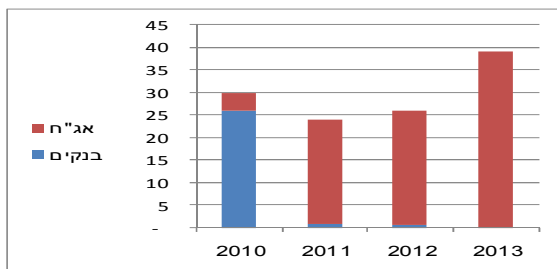
יחס ההון העצמי לסך הנכסים במאזן הכשרה ביטוח לסוף שנת 2009 עומד על כ-5.7%, לעומת כ-3.9% בסוף שנת 2008 וכ-5.4% בסוף שנת 2007, ובממוצע כ-5.0% בשלוש התקופות לעומת ממוצע של כ-6.0% בסך הענף. בהשוואת יחס ההון העצמי למאזן בין חברות הביטוח יש להתחשב בתמהיל העסקים בכל חברה, ובפרט בהיקף הפעילות בתחום ביטוח חיים וחסכון לזמן ארוך הכולל מרכיבים של התחייבות תלויות תשואה, הוצאות רכישה נדחות ואחזקה בחברות מנהלות נכסים.

לצורך בחינה נוספת של האיתנות הפיננסית, חושב יחס ההון העצמי להתחייבויות הביטוחיות שאינן תלויות תשואה (התחייבויות בשייר בגין חוזי ביטוח אלמנטארי ובריאות לפני ניכוי הוצאות רכישה נדחות). לצורך היחס, חושב הון עצמי מתוקן, שהינו ההון העצמי הראשוני בניכוי הון נדרש כנגד סיכונים בביטוח החיים, הוצאות רכישה נדחות, נכסים בלתי מוכרים והשקעה בחברות מנהלות נכסים. יחס זה עומד בהכשרה ביטוח על שיעור של כ-10% ליום 31/12/2009 לעומת ממוצע ענפי של כ-14%. יש לציין כי הממוצע הענפי כולל תוצאות חריגות לטובה במידה ניכרת של שתי חברות (אליה ומגדל), ובנטרול שתיהן הממוצע הענפי הוא כ-8% ונע בטווח של 12%-5%.

איתנות פיננסית - הכשרה החזקות

להכשרה החזקות חוב פיננסי שיתרתו ליום 31/12/2009 הינה כ-124 מיליון ש"ח, מכך כ-92 מיליון ש"ח אגרות חוב (סדרה ג') והיתר אשראי לז"ק מבנקים. לחברה אין יתרות נזילות. על פי לוח הסילוקין הנוכחי, בשנת 2010 נדרשת החברה לפרוע חוב פיננסי בהיקף של כ-30 מיליון ש"ח, מכך כ-26 מיליון ש"ח לבנקים וכ-4 מיליון ש"ח קרן אגרות חוב. בנוסף, הוצאות המימון הצפויות הינן בסך של כ-13 מיליון ש"ח נוספים.

הכשרה החזקות סולו - לוח סילוקין קרן 12/09, במיליוני ש"ח



לחברה הסכם עם תאגיד בנקאי כי פרעון במזומן בסך של כ-10 מיליון ש"ח עד חודש יוני 2010 יביא לפריסת יתרת החוב בסך כ-15 מיליון ש"ח לתקופה נוספת שלא תעלה על שנה. ברבעון הראשון של 2010 הכריזה הכשרה ביטוח על חלוקת דיבידנד בסך של כ-8 מיליון ש"ח, חלקה של החברה כ-5 מיליון ש"ח. בשנת 2010 כולה צופה החברה קבלת דיבידנד בסך של כ-20 מיליון ש"ח לפחות.

בשנת 2007 מומנה החברה בעיקר מהרחבת סדרת אג"ח ג' ששימשה לפירעון חובות בנקאיים ומירידה ביתרות המזומנים. בשנת 2008 צברה החברה ריבית וקרן בעקבות ההסדר מול מחזיקי האג"ח, תוך שבמקביל קיבלה אשראי בנקאי. בשנת 2009 מקור המימון העיקרי היה שטרי הון צמיתים שהונפקו לחברה האם אלעזרא החזקות בתמורה להזרמה של כ-32 מיליון ש"ח אשר שימשו את החברה בעיקר לפירעון קרן אג"ח במסגרת ההסדר. כמו כן קיבלה החברה דיבידנד בסך של כ-6.0 מ"ח מהכשרה ביטוח.

בשטר הנאמנות המתוקן לאגרות החוב סדרה ג' נקבע, בין השאר כי דיבידנדים שתחלק הכשרה ביטוח ישמשו אך ורק לפירעון התחייבויות למחזיקי האג"ח ולבנקים, פרי 100%. עוד במסגרת השטר נקבע כי לא יבוצע תשלום דיבידנד או דמי ניהול לחברה האם טרם פרעון מלא של אגרות החוב. כמו כן, החברה אינה רשאית להגדיל את יתרת החוב שלה אלא בהסכמת הנאמן, ובכל מקרה, תמורת הגיוס תשמש אך ורק לפירעון אגרות החוב.

המקור השוטף היחיד לשירות החוב בהכשרה ביטוח בשנים הקרובות הינם דיבידנדים שיחולקו על ידי הכשרה ביטוח. יחס החוב הפיננסי לשווי האחזקה בהכשרה ביטוח עומד על כ-75% על בסיס שווי האחזקה בספרי החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- שמירה על יתרות נזילות משמעותיות ביחס לצורכי שירות החוב לאורך זמן
- הרחבה והגדלה של מקורות תזרים המזומנים הפרמננטי
- חיזוק דירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על רמת נזילות סבירה ביחס לצורכי פרעון החוב, בהתבסס על היתרות הנזילות שיווצרו בחברה בעקבות גיוס אגרות החוב ולאחר החלפת החוב וכן במהלך הזמן
- היחלשות יכולתה של הכשרה ביטוח לחלק דיבידנדים לחברה
- עלייה בחוב הפיננסי ועלייה ברמת המינוף, כפי שנמדדת ביחס חוב פיננסי נטו להשקעות
- חלוקת דיבידנדים שיש לפגוע בנזילות או באיתנות הפיננסית של החברה

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי הכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/הכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ התחייבויות בנין הכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, 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.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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") 2010.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

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 ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים 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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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.

מידרוג הינה חברת בת של מודיס (Moody's להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו זמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.