



הכשרת הישוב החזקות ביטוח בע"מ

מעקב שנתי ו מאי 2011

1

מחברים:

שי מרום, אנליסט
shaym@midroog.co.il

איל גירון-גילאון - ראש צוות
eyalgr@midroog.co.il

אנשי קשר:
רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים
meravb@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

אופק דירוג: יציב	Baa1	אג"ח (סדרה ד')
------------------	------	----------------

מידרוג מודיעה על הותרת הדירוג של אג"ח (סדרה ד'), שהונפקו ע"י חברת הכשרת הישוב החזקות ביטוח ("הכשרה" או "החברה") בדירוג Baa1 אופק יציב, על כנו.

להלן אגרות החוב שהונפקו על ידי החברה עד למועד דוח זה ומדרגות על ידי מידרוג:

שנת פירעון	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. (במיליוני ₪)	מס ני"ע	סדרה
2014 - 2021	מדד	8.2%	110	5080098	ד'

בהתאם לדוח הדירוג הראשוני, על החברה להעמיד כרית בסכום כספי, השווה לתזרים הריבית והקרן הצפוי בשנה הקרובה בגין איגרות החוב, נשוא דוח זה (להלן "כרית הביטוח"). נכון למועד כתיבת הדוח, לחברה יתרות מזומן של כ- 7 מיליון ₪ וזאת ביחס לתשלום למחזיקי האג"ח בשנה הקרובה של כ- 11.5 מיליון ₪. החברה תשלם כרית זו עד סוף הרבעון השני של שנת 2011. החל מתאריך זה, החברה תשמור, בכל עת, על כרית הביטוח בסכום השווה לתשלום הקרן והריבית הקרוב לטובת מחזיקי האג"ח, ללא זכות קיזוז, בבנק בעל דירוג פקדונות ז"ק P-1. הנחת הדירוג הינה כי, החברה תשמור על תנאי הנחיתות של שטרי ההון שהוזרמו לחברה במהלך שנת 2009 במהלך חיי אגרות החוב.

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 הנחיתות 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 חברה לביטוח בע"מ (להלן: "הכשרה ביטוח")¹. דירוג הכשרה ביטוח משקף את תמהיל העסקים בה, המוטה ביטוח כללי בכלל וענפי הרכב בפרט, המאופיינים בתחרות חריפה, תנודתיות רווחים וגודלה הבינוני של הכשרה ביטוח בענפים אלה. כמו כן, הדירוג משקף את צמיחת הכשרה ביטוח בענף ביטוח החיים וחיסכון לטווח ארוך, מדיניות ההשקעות בתיק הנוסטרו, לרבות איכות הנכסים, הלימות ההון, הרווחיות, הגמישות והאיתנות הפיננסית. בקביעת דירוג החוב של הכשרה החזקות ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

- נחיתות מבנית של החוב בחברת האחזקות ביחס להתחייבויות חברת הביטוח לבעלי הפוליסות ולנושים נוספים.
- תלות החברה במקור תזרימי יחיד, אשר כפוף למגבלות רגולטוריות ונתון בקורלציה גבוהה עם שווקי ההון.
- נזילות נמוכה של הכשרה החזקות, המתבטאת בהיעדר יתרות נזילות ובהסתמכותה על מקורות חיצוניים.
- גמישות פיננסית נמוכה, הנובעת ממגבלה על שעבוד מניות חברת הביטוח, כחלק מתנאי היתר השליטה במבטח. כמו כן, נלקח בחשבון כי תיק ביטוח הינו נכס בעל סחירות בשוק ההון.

¹ קישור: דוח דירוג הכשרה ביטוח בע"מ (דצמבר 2010)

הכשרה ביטוח - תוצאות כספיות עיקריות, במיליוני ₪

2007	2008	2009	2010	
43.5	(37.3)	12.9	54.5	רווח מעסקי ביטוח כללי
4.5	0.3	23.3	15.3	רווח מעסקי ביטוח חיים
21.1	2.9	8.8	19.8	הכנסות השקעה לא מיוחסות למגזרי פעילות
13.9	20.7	17.0	16.4	הוצאות מימון
34.0	(38.2)	23.5	46.8	רווח נקי (הפסד)
(7.2)	(45.3)	49.5	1.3	רווח (הפסד) כולל אחר נטו
26.8	(83.5)	73.1	48.0	רווח (הפסד) כולל
2,040	2,141	2,316	2,503	התחייבויות בגין חוזי ביטוח והשקעה שאינם תלויי תשואה
1,185	1,145	1,575	1,881	התחייבויות בגין חוזי ביטוח והשקעה תלויי תשואה
139	158	147	181	התחייבויות פיננסיות אחרות
207	166	272	292	הון עצמי

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

2007	2008	2009	2010	
191	118	166	178	השקעות בחברות מאוחדות
112	140	124	128	חוב פיננסי
80	(30)	38	49	הון עצמי
(17)	(15)	(15)	(14)	הוצאות מימון
-	(91)	31	10	רווח (הפסד) כולל
-	-	6	17	דיבידנדים שהתקבלו *
-	-	-	-	דיבידנדים ששולמו

* לאחר ה-31.12.2010 הכריזה הכשרה ביטוח על דיבידנד בגין רווחי 2010 בסך של כ-12 מיליון ₪, חלק החברה בדיבידנד הינו כ-7.3 מיליון ₪.

התפתחויות עיקריות

גיוס אג"ח סדרה ד' שימש את החברה לפירעון אג"ח סדרה ג'

ספטמבר 2010 גייסה החברה אג"ח בסך של כ-54 מיליון ₪ עג. (תמורה ברוטו של כ-54 מיליון ₪), באמצעות הנפקה לציבור (סדרה ד'). בחודש נובמבר 2010 החברה גייסה כ-56.3 מיליון ₪ עג. (תמורה ברוטו של 62 מיליון ₪) באמצעות הנפקה פרטית (הרחבה לסדרה ד'). תנאי אגרות החוב סדרה ד' וההרחבה של סדרה ד' זהים. עיקר ההנפקה שמשה לפירעון מוקדם של אגרות החוב סדרה ג' בסך כ-109 מיליון ₪ (קרן וריבית). אגרות החוב סדרה ד' צמודות קרן וריבית ונפרעות (קרן) בשמונה תשלומים שווים, החל משנת 2014.

הלימות ההון בהכשרה ביטוח

עודף ההון בהכשרה ביטוח לסוף שנת 2010 הינו כ- 6 מיליון ₪. יחס ההון המשני והשלישוני להון הראשוני עומד על כ- 35.4%² (בהתאם להנחיות המפקח, הכשרה ביטוח יכולה למקסם יחס זה ל-66.6%). נכון ל- 31/12/2010, להכשרה ביטוח חוסר של כ- 48 מיליון ₪ לצורך עמידה בדרישות ההון המתוקנות (סוף 2011). בינואר 2011 ביצעה גיוס הון משני מורכב בסך של כ-123 מיליון ₪, אשר הוביל לעודף הון בסך 43.2 מיליון ₪ מעל לדרישות ההון המתוקנות (סוף 2011).

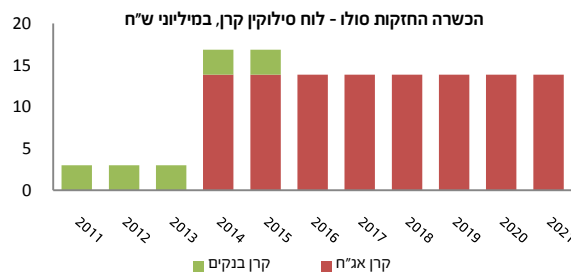
הכשרה ביטוח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪

31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	
321	290	302	309	הון נדרש לפי תקנות קודמות
-	-	342	390	הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן
231	166	272	292	הון ראשוני קיים
100	83	113	103	הון משני ושלישוני מוכר
331	249	385	395	סך ההון המחושב (הון ראשוני קיים + הון משני מוכר)
10	(41)	43	5	עודף הון ליום הדוח הכספי
3.1%	-14.1%	12.5%	1.2%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש
43.3%	50.0%	41.5%	35.4%	הון משני ושלישוני / הון ראשוני *

לו היו תקנות ההון המתוקנות מאומצות באופן מלא ביום 31/12/2010, ההון הנדרש מהכשרה ביטוח היה בסך של כ- 443 מיליון ₪. אימוץ התקנות מתבצע באופן מדורג עד ליום 31/12/2011. הנתון לעיל מתייחס להון הנדרש בהתאם לתקנות החדשות ליום 31/12/2010. *המפקח על הביטוח לחברות הביטוח בישראל אישר הקלה בהון הנדרש לעניין שיעור ההון המשני והשלישוני, באופן שכנגד הזרמת כספים לחברות הביטוח על ידי בעלי השליטה, תהיה רשאית חברת הביטוח לכלול בהון המחושב הון משני ושלישוני בסך 66.6% מההזרמה, במקום 50%.

איתנות פיננסית - הכשרה החזקות

להכשרה החזקות חוב פיננסי, שיתרתו ליום 31/12/2010 הינה כ-128 מיליון ₪, מתוכם כ-110 מיליון ₪ אגרות חוב (סדרה ד') והיתר - הלוואות מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך. ברבעון הראשון חילקה הכשרה ביטוח דיבידנד אשר יצרת נזילות של כ- 7 מיליון ₪. בשנת 2011 נדרשת החברה לפרוע חוב פיננסי, לבנקים בלבד, בהיקף של כ- 3 מיליון ₪. בנוסף, הוצאות המימון הצפויות הינן בסך של כ- 1 מיליון ₪ נוספים. בינואר 2012 נדרשת לפרוע 11.5 מיליון ₪ ריבית לאג"ח (סדרה ד'), בהתאם ללוח הסילוקין.



בהתאם להסכם החברה עם תאגיד בנקאי מלווה, יתרת החוב בסך כ-15 מיליון ₪ תיפרס ל- 5 תשלומים שנתיים שווים החל מנובמבר 2011. בשנת 2010 שילמה הכשרה ביטוח לחברה, דיבידנד בסך של כ- 17 מיליון ₪. בשנת 2011 צופה החברה קבלת דיבידנד בסך של כ-20 מיליון ₪.

בשנת 2009, שטרי הון צמיתים שהונפקו לחברה האם אלעזרא החזקות בע"מ (להלן: "אלעזרא החזקות"), היוו את מקור המימון העיקרי. כמו כן, קיבלה החברה דיבידנד בסך של כ- 6 מיליון ₪ מהכשרה ביטוח. המקור השוטף היחיד לשירות החוב בהכשרה בשנים הקרובות, הינו דיבידנדים שיחולקו על ידי הכשרה ביטוח. יחס החוב הפיננסי לשווי האחזקה בהכשרה ביטוח (על בסיס שווי האחזקה בספרי החברה) עומד על כ-72%, לעומת כ-75% בסוף שנת 2009.

² בהתאם להנחיות המפקח חברת ביטוח תוכל לכלול בחישוב ההון הנדרש הון משני ושלישוני בגובה של עד 66.6% מההון הראשוני.

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

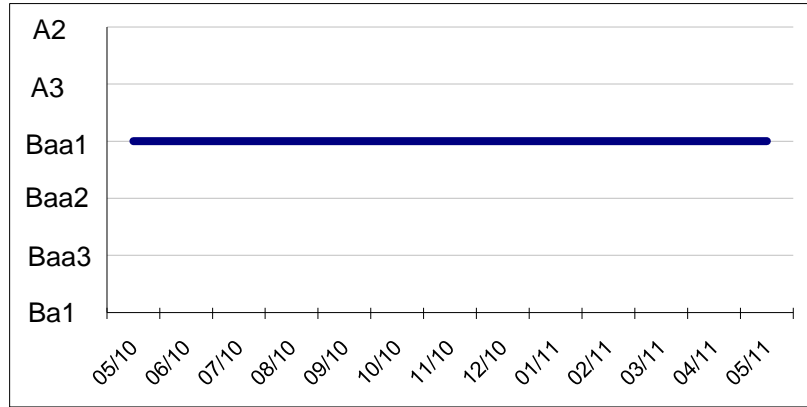
- שמירה על יתרות נזילות משמעותיות ביחס לצורכי שירות החוב לאורך זמן.
- שיפור ביחסי הכיסוי התזרימיים של החברה, תוך הגדלה משמעותית ופרמננטית ברמת הנזילות.
- חיזוק דירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על נזילות ביחס לצורכי פירעון החוב, לרבות כרית הביטחון.
- היחלשות יכולתה של הכשרה ביטוח לחלק דיבידנדים לחברה (לרבות שינויים רגולאטוריים שיש בהם להעיב במידה ניכרת על יכולת קבלת הדיבידנדים מהכשרה ביטוח).
- עלייה בחוב הפיננסי ועלייה ברמת המינוף, כפי שנמדדת ביחס חוב פיננסי נטו להשקעות.
- חלוקת דיבידנדים העלולה לפגוע בנזילות או באיתנות הפיננסית של החברה.

אודות החברה

הכשרת הישוב החזקות ביטוח בע"מ הינה חברת אחזקות ציבורית, שאחזקתה היחידה הינה בהכשרה ביטוח (60.8%), חברת ביטוח ישראלית, הפועלת בתחומי הביטוח הכללי וביטוח החיים וחסכון לטווח ארוך בישראל. בחודש פברואר 2006 רכשה אלעזרא החזקות את השליטה בחברה (88.2%) מידי קבוצת הכשרת הישוב, בתמורה לסך של כ-90 מיליון ₪, מהם כ-60 מיליון ₪ מומנו בחוב בנקאי והיתר בהלוואת בעלים. במהלך השנים 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 המחזיקה בנוסף להכשרה החזקות, גם באפרידר החברה לשיכון ופיתוח ישראל בע"מ (90%), חברה 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.



מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

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

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.

דו"ח מספר: SF-11-05-01

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") 2011.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש 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 לסיכוני 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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 מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, 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.