מרב פישר שרוני - merav@leumipartners.com – 03-5141240

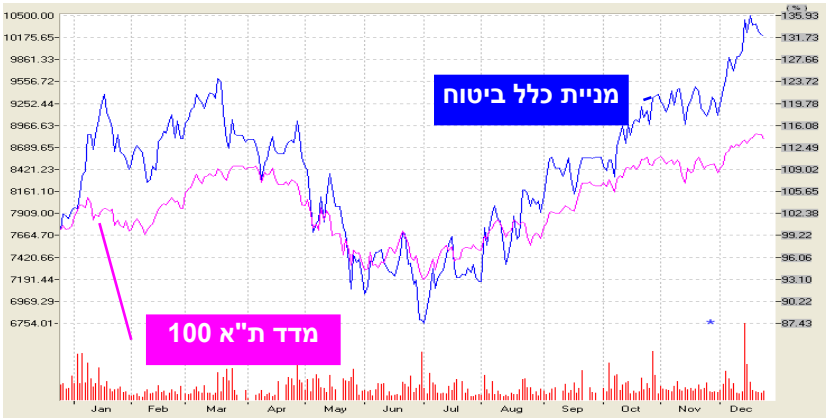
תאריך: 27 בדצמבר, 2010

סימוכין: SB / 52 / 10

כלל ביטוח – שיקולים עיקריים להמלצה

- ✓ **החברה נסחרת בדיסקאונט** בהשוואה לערך הגלום בתיק ביטוח החיים והפנסיה לשנת 2009 וביחס לשווי הכלכלי המוערך על ידנו.
- ✓ **פוטנציאל בהחזקת החברה בארה"ב** – חברת גארד הציגה שיפור ניכר ברווח אשר נובע הן מהתאוששות שוקי ההון והן משיפור ברווחיות החיתומית. אנו מעריכים כי חזרה לפסי צמיחה בארה"ב תאפשר הגדלת הרווח בתחום זה והתרחבות לתחומים/אזורים נוספים.
- ✓ **מבנה ההון של החברה כיום, ביחס לדרישות ההון, מאפשר לה חלוקת דיבידנדים** – מבנה ההון של החברה, נכון לסוף ספטמבר 2010, לאחר שנתיים רווחיות, משאיר לה עודף מעבר לדרישות ההון לסוף 2011. בשל כך שבה החברה לחלק דיבידנדים, לראשונה מאז מרץ 2008.
- ✓ **צפי לירידה בתשואות בשנת 2011** – בשל סביבת המחירים באפיקים הסולידיים וגם בשוקי המניות, אנו צופים ירידה בתשואות בשנת 2011, בהשוואה לשנתיים החולפות, אשר צפויה להשפיע בעיקר על רווחי הנוסטרו של החברה.
- ✓ **תלות גבוהה בשוק ההון** – כמו כל חברות הביטוח, גם לחברה יש תלות גבוהה בתוצאות שוקי ההון והאג"ח, בעיקר בישראל. אנו מעריכים שתלות החברה בשוק ההון גבוהה מהממוצע הענפי, בעיקר בשל התחום הפיננסי, ולראיה הביתא של החברה עומדת כיום על 1.65 מול ממוצע ענפי של כ-1.35 בחברות הגדולות.

גרף התנהגות המניה מול מדד תל אביב 100 בשנה החולפת:



כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ

עדכון:	בסיסי 2010
המלצה:	**OUTPERFORM**
מחיר מניה:	101
מחיר יעד:	114
מדד ת"א 100 להשוואה :	1,206
שווי שוק (מיליוני ₪):	5,585
הון עצמי (IFRS):	4,035
מכפיל הון עצמי:	1.4
סיכון מניה:	בינוני

תיאור החברה:

כלל החזקות עסקי ביטוח הנה חברת החזקות הפעילה, בעיקר באמצעות חברות בנות, בכל תחומי הביטוח, הפיננסים והחיסכון לטווח ארוך. כלל נשלטת על ידי קבוצת אי.די.בי.

על פי נתוני משרד האוצר חברת כלל מהווה כ- 23% משוק ביטוח החיים, כ-22% משוק ביטוח הבריאות וכ-15% משוק הביטוח הכללי. הקבוצה הנה השנייה בגודלה בענף, מבחינת פרמיות ודמים ומבחינת שווי שוק.

הערכות שווי לגבי מניות, הינן צופות פני עתיד וכרוכות, מעצם טיבן, באי ודאויות וסיכוני טעות רבים, שעל המשקיע להביא בחשבון. השקעה במניות יש לבצע, אך ורק בהתבסס על מכלול שיקוליו וטעמיו של המשקיע, תוך קבלת יעוץ השקעות מלא. עבודה זו בוצעה בהתבסס אך ורק על מידע פומבי גלוי לציבור. לא בוצעו על לאומי פרטנרס מחקרים. כל בדיקות שקידה נאותה או כל בדיקות אחרות על מנת לאמת את המידע ששימש בסיס לעבודה זו. אין לראות באמור בעבודה זו בבחינת המלצות לרכישת/מכירת ני"ע, אלא אך ורק חומר עזר לשימושו של המשקיע. גופים מקבוצת בנק לאומי, שהינם לקוחות לאומי פרטנרס מחקרים, מחזיקים במניות החברה ועשויים, עפ"י שיקול דעתם, להחזיק, לקנות או למכור את מניות החברות הנסקרות בעבודה זו. עבודה זו הינה רכושה הבלעדי של קבוצת בנק לאומי לישראל בע"מ (להלן - בל"ל). כל העושה בה שימוש לא מורשה וללא קבלת ייעוץ השקעות מלא עושה זאת על אחריותו בלבד.

שלושת הרבעונים הראשונים של 2010 שיקפו שיפור במרבית תחומי הפעילות, פרט לרווחי ההשקעה, אשר תרמו גם לירידה ברווח הכולל...

החברה רשמה בתשעת החודשים הראשונים של 2010 רווח של כ-435 מ' ₪, מול רווח של כ-301 מ' ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. השיפור בין התקופות מיוחס ברובו לתוספת מרכיב דמי הניהול המשתנים בביטוח חיים, אשר לא נגבו בתקופה המקבילה אשתקד. ברווח הכולל לתקופה הציגה החברה ירידה בשיעור של כ-33% לרמה של 516 מ' ₪, בעיקר בגלל הפערים בהתנהגות שוקי ההון בין שתי התקופות. במרבית עסקי הביטוח נטו (בהתעלם מההכנסות מדמי ניהול והשקעות) הציגה החברה שיפור יחסי בתוצאות, לבד מתחום ביטוח הבריאות, אשר רשם הרעה לא מבוטלת ברווח, על אף שיפור בהיקף הפרמיות. בתחום הביטוח הכללי רשמה החברה יציבות ברווח בעקבות הפסד לא מבוטל מפעילות החברה באירופה. בנטרול הפסד זה, מפעילותה בישראל, רשמה החברה שיפור ניכר ברווח. בתחום הפיננסים עברה החברה בתקופת הדוח לרווח אשר נבע, ברובו הגדול, מרווח חד פעמי כתוצאה מרווח הון ממכירת AVA וממימוש אופציית רכש למניות כלל חיתום.

שיפור ניכר במבנה ההון של חברת הבת ...

נכון ליום 30/9/2010 ההון העצמי של חברת כלל ביטוח גבוה בכ-1,300 מ' ₪ מעל להון המינימאלי הנדרש ליום זה וגבוה בכ-644 מ' ₪ מעל ההון הנדרש ל-2011 על פי תקנות ההון החדשות. פער זה מאפשר לחברת הבת לחלק דיבידנדים ובכך להקל את נטל הוצאות המימון בחברה ולאפשר, גם לחברה, לחלק דיבידנדים.

החברה חזרה לחלק דיבידנדים...

לראשונה מאז מרץ 2008 הודיעה החברה, לפני כחודש, על חלוקת דיבידנד בהיקף של 200 מ' ₪, המשקפת תשואת דיבידנד של כ-3.6%. חלוקת הדיבידנד מתאפשרת לאחר כ-שנתיים רווחיות אשר תרמו למבנה ההון של החברה במקביל להקלת המגבלות והתקנות סביב חלוקת דיבידנד, אשר הוטלו בעקבות המשבר ב-2008. אנו מעריכים כי במידה ולא יהיה שינוי משמעותי בשוקי ההון, החברה תוכל להמשיך ולחלק דיבידנדים גם בשנה הקרובה.

<u>גילוי נאות ומיאון אחריות בדבר עבודת האנליזה</u>
(בהתאם להוראות רשות ניירות ערך)

<u>גילוי נאות מטעם בע"מ</u>:

1. עבודת אנליזה זו נערכה ופורסמה ביום: 27 בדצמבר 2010 (להלן: "**מועד הפרסום**").
2. לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ אינה מצויה בניגוד עניינים בשל הכנת עבודת אנליזה זו, למעט כמפורט להלן:

א. לאומי פרטנרס מחקרים לא קיבלה במהלך השנה האחרונה, ואינה צפויה לקבל, תגמול בהיקף מהותי מאת "קבוצת התאגיד הנסקר".

ב. לאומי פרטנרס חתמים (חברה אחות) לא קיבלה במהלך השנה האחרונה, אך צפויה לקבל, תגמול בהיקף מהותי מאת "קבוצת התאגיד הנסקר".

ג. נכון למועד הפרסום לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ אינה עושה שוק בנייר הנסקר.

ד. למיטב ידיעת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, נכון למועד הפרסום, לא מחזיקה קבוצת לאומי[1] החזקה מהותית[2] בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.

כמו כן, במהלך 30 הימים שקדמו למועד הפרסום לא החזיקה קבוצת לאומי[3] החזקה מהותית[4] בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגיד הנסקר.

ה. למיטב ידיעת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, נכון למועד הפרסום לא מחזיקה בעלת השליטה בלאומי פרטנרס מחקרים בע"מ[5] החזקה מהותית בניירות הערך של התאגיד הנסקר.

<u>גילוי נאות מטעם עורך עבודת האנליזה</u>:

מכין עבודת האנליזה אינו מצוי בניגוד עניינים בשל הכנת עבודת אנליזה זו.

1. שיטת הערכת השווי: DCF.
2. גורמי סיכון עיקריים העשויים להשפיע מהותית על ההמלצה:

- סיכוני מאקרו – שינויים בסביבה הכלכלית המקומית והעולמית.
- סיכוני שוק – תוצאות החברה מושפעות באופן ניכר משוקי ההון והאג"ח בארץ ובעולם.
- סיכונים רגולטורים – תחום הביטוח הנו תחום בו יש עודף רגולציה ושינויים רגולטורים עשויים להשפיע על החברה ועל יכולתה לחלק דיבידנדים בעתיד.
- שינויים משמעותיים בעלויות ביטוחי המשנה, בעקבות אירועי ביטוח עולמיים

---

[1] קבוצת לאומי כוללת את כל החברות בשליטת בנק לאומי לישראל בע"מ לרבות לאומי פרטנרס בע"מ החברות הבנות שלו וחברות הנשלטות בידיהם.

[2] כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת לאומי לבין ההון העצמי של בנק לאומי (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.

[3] קבוצת לאומי כוללת את בנק לאומי לישראל בע"מ, החברות הבנות שלו, בעלת השליטה בו, והחברות הנשלטות בידיו.

[4] כאשר היחס בין שווי השוק של ניירות הערך של התאגיד הנסקר המוחזקים ע"י קבוצת לאומי לבין ההון העצמי של בנק לאומי (על פי הדוחות הכספיים האחרונים שלו) עולה על 1%, הרי שמדובר בהחזקה מהותית. כמו כן, כל החזקה אחרת בעלת חשיבות ניכרת לשווי התאגיד היא מהותית.

[5] בעלת השליטה בלאומי פרטנרס מחקרים בע"מ היא בנק לאומי לישראל בע"מ.

1 8 3 8 2 1 8 3 2 1 2 1 2 8 3 2 1 8 1
3 8 3 4 3 3 4 8 3 3 8 3 4 3
9 97 9 9 24995497 9549 24 24995497 95949497 2449954 2499499 2499954979 97 9 9
44 5 40 145 4 545456540 45654545545456540 46454540 5455565454554454565404 5 40 145 4
99 90 2 96 0967 90 286967696 09676928628696769 6 97969696 286667686966992869676969 90 2 96 0967 90
8 33733 6 8 3276378733 63737873276378736376373787327383737 32 63777873737733637378732373 3 6 8 3276378733

מיאון אחריות

לאומי פרטנרס בע"מ ו/או בנק לאומי לישראל בע"מ ו/או החברות הבנות ו/או הקשורות אל מי מהם (להלן יחד: "**הקבוצה**") מחזיקות ו/או סוחרות ו/או עלולות לסחור ו/או להחזיק בניירות הערך ו/או בנכסים הפיננסיים ו/או במטבעות המוזכרים בסקירה זו עבור עצמן ו/או עבור לקוחותיהן ו/או במסגרת עשיית שוק בהם. סקירה זו היא למטרות אינפורמטיביות בלבד ובשום אופן אין לראות בה כהצעה או כשידול לקנות או למכור את ניירות הערך, הנכסים הפיננסיים או המטבעות המוזכרים בה.

ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים ו/או המטבעות הנזכרים בסקירה זו עלולים לא להתאים לכל משקיע. סקירה זו אינה מביאה בחשבון את מטרות ההשקעה, המצב הכלכלי והצרכים היחודיים של כל משקיע. על מקבל הסקירה לראותה כשיקול אחד בלבד ממכלול השיקולים שיש לשוקלם טרם קבלת החלטה בדבר השקעה כלשהי, ואין להסתמך על סקירה זו בלבד טרם קבלת החלטה כאמור.

סקירה זו מתבססת על מידע פומבי וציבורי גלוי וכן על מקורות מידע הנחשבים בעיני עורכי הסקירה כאמינים. עם זאת, המידע הנכלל בסקירה זו לא אומת ולכן אין אנו ערבים לשלמותו או לדיוקו. אין לראות במידע בסקירה זו כעובדתי או כמכלול כל המידע הידוע, ולכן אין להסתמך על הכתוב בה ככזה.

ביצועי העבר של החברות הנסקרות בסקירה זו ו/או של ניירות הערך ו/או המטבעות הנזכרים כאן אינם יכולים להעיד על תוצאות העתיד, ואין בסקירה זו משום הבטחה ו/או מצג, מפורש או משתמע, בדבר ביצועי העתיד של החברה ו/או נייר הערך ו/או המטבע, לפי העניין.

האמור בסקירה זו אינו מהווה יעוץ מס מכל סוג שהוא, ולכן אם וככל שהשקעה כלשהי עשויה או עלולה להשליך על חבות המס של המשקיע, על המשקיע להיוועץ ביועץ מס עצמאי.

כל חוות דעת ו/או המלצות ו/או תחזיות המופיעות בסקירה זו משקפות את חוות דעתנו ביום פרסום הסקירה ולכן הן כפופות לשינוי בכל זמן. אנו מסירים כל אחריות מהקבוצה, מעובדי החברות בקבוצה, או מחברי דירקטוריון חברות הקבוצה לגבי תביעה כלשהי שתעלה בהסתמך על הכתוב בסקירה או בהסתמך על מידע כלשהו המופיע בסקירה.

אין להעתיק, להפיץ או להעביר סקירה זו או חלקים ממנה ללא רשות מפורשת, מראש ובכתב, מאת לאומי פרטנרס מחקרים בע"מ, והסקירה אינה מיועדת אלא למי שהומצאה לו ע"י לאומי פרטנרס במישרין.