

22 נובמבר 2010

כלל ביטוח, ₪

מחיר	98
מחיר יעד	108 (↑)
המלצה	תשואת שוק

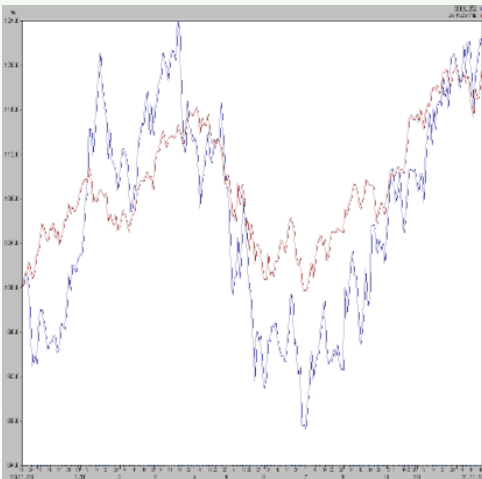
נתוני מסחר, ₪

שווי שוק	5417.56
גבוה שנתי	70.20
נמוך שנתי	99.74
מחזור יומי	7.6

בעלי עניין

אי.די.בי פיתוח	55.3%
----------------	-------

כלל מול מדד המעוף



טרנס קלינגמן

טל': 03-9785787

נייד: 054-4631793

terencek@meitav.co.il

הרווח הכולל של כלל ביטוח המיוחס לבעלי המניות הגיע ל- 174 מיליון ברבעון ו- 517 מיליון ₪ בתחילת השנה המשקף תשואה על ההון של 19% על בסיס שנתי. מתוך הדו"חות ניתן ללמוד על מגמות שישפיעו על תוצאות 2011.

ביטוח כללי - תוצאות 2010 מושפעות ע"י הפסדי חברת הבת ברודגייט באנגליה שהפסידה כ-90 מיליון ₪ במצטבר בשל חשיפה לרעידות אדמה בצ'ילה וניו זילנד. לאור השיפור בתוצאות החיתום ברוב ענפי הביטוח האחרים, מגזר זה צפוי להגדיל את חלקו בסך רווחי החברה ב-2011 על אף הצפי לירידה ברווחי השקעה בגין עתודות ביטוח כללי.

חסכון ארוך טווח

פנסיה: על אף הגידול הנאה בהיקף כספי הפנסיה המנוהלים בכלל, ניכרת ירידה ברווחים בשל התחרות הקשה בענף מצד מתחרים פחות מבוססים, שמנסים לחדור לשוק ע"י הורדת מחירים. בנוסף, הוצאות מיכון ממשיכות לגדול כך שהרווח לפני מס צפוי לנוע באזור ה-50 מיליון ₪ ב-2011 בדומה ל-2010.

ביטוח חיים: בשל התמחר המלא בחלק משוקי האג"ח והמניות אנחנו צופים ירידה הן ברווחי הנוסטרו והן בשיעור דמי ניהול המשתנים ב-2011 כך שהרווח לפני מס צפוי לקטון בכ-100 מיליון ₪ לעומת 2010 ולהגיע לרמה של 273 מיליון ₪ ב-2011.

גמל: לאור ההצלחה המרשימה של ההנהלה לעצור את היקף הפדיונות בחציון השני של 2010 אנחנו צופים עלייה קלה ברווחי קופ"ג ב-2011 לעומת רמה של 106 מיליון ש"ח ב-2010. כמוכן, תחום רווחי זו נתון תחת איום רגולטורי בשל הלחץ הפוליטי להגביל את רמת דמי הניהול.

ביטוח בריאות- החברה משלמת את מחיר הכניסה האגרסיבית לענף שבו לא הייה לה ניסיון עבר ולכן אנחנו עדים לגידול בתביעות לביטוח סיעודי. אנו צופים שמגמה זו תמשך. המשך גידול בתביעות לצד ירידה צפויה ברווחי השקעה יקטינו את רווח המגזר ב-2011.

פיננסים- אנחנו צופים המשך שיפור בתוצאות כלל פיננסים. בתנאי שוק טובים הזרוע הפיננסית יכולה להפתיע לטובה מעבר לתחזיות שלנו.

מבנה ההון- כיום מבנה ההון איתן מספיק לתמוך בחידוש דיבידנדים. כלל הכריז על דיבידנד של 200 מיליון ₪ בנובמבר. הדיבידנד ב-2011 יסתכם בכ-300 מיליון ₪ לדעתנו.

תמחור- ההנהלה פעלה רבות בשנים האחרונות כדי לשפר רווחיות ולהוריד מינוף. כיום כלל עמידה משמעותית מהחברה שנכנסה למשבר 2008. לדעתנו, חרף האתגרים שהזכרנו לעיל, כלל מסוגל לייצר תשואה על ההון של 15% ב-2011 תוך שמירה על רווחיות בכל המגזרים. לכן, אנחנו מעלים את מחיר היעד שלנו ל-108 ₪ ושומרים על המלצת תשואת שוק. כידוע, קבוצת IDB הודיעה שתשקול למכור את כלל במחיר נאות ואף שכרה את השירותים של גולדמן סאקס כדי למצוא קונה. מודל ה-SUM OF THE PARTS שלנו שמתבסס חלקית על הערך הגלום מצביע על טווח של 145-200 ש"ח למניה תלוי בבסיס ההנחות. אולם, קשה לעניין משקיעים זרים בשוק המקומי הקטן ולכן IDB עשויה להתפשר על מחיר של כ-120-130 ₪ במקרה שיש התעניינות אמיתית מחו"ל.

Key Metrics (NIS m)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
LTS (pension,life, provident)	348,618	-154,933	326,931	520,505	436,403
Health	75,178	-2,123	111,660	102,483	49,034
P+C (incl US, Europe)	315,460	-22,288	345,918	301,540	321,093
Financial services	258,380	-308,824	-187,232	53,463	80,095
Unallocated+other	-21,032	-177,935	-64,798	-47,773	-47,773
PBT	976,604	-666,103	532,479	930,217	838,852
Tax	-304,897	100,902	-265,293	-325,576	-285,210
Other comprehensive income	-108,213	-299,456	509,003	81,084	55,000
Minorities	11,628	92,584	82,323	-1,000	-15,218
Net income	575,122	-772,073	858,512	684,725	593,424
RoE	17%	-25%	29%	19%	15%
P/E (x)	9.4		6.3	7.9	9.1
Div yield	2.8%	6.6%	0.0%	3.7%	5.5%
P/B	1.51	2.19	1.58	1.38	1.29



Projected P+L -2011 (NIS m)	Long term savings (LTS)			Health	P+C	Financial services	Central costs/other	Total	
	Life	Pension	Provident	Total LTS	Israel/Europe	US			
Premium- net	4,120,194			4,120,194	1,119,298	2,430,519	828,421	0	8,498,432
Investment profits	1,835,571	2,753		1,838,324	103,571	284,141	74,268	28,631	2,328,935
Management fees	385,470	188,726	314,874	889,070	0	0	0	298,995	1,188,065
Commissions+ other	43,392			43,392	7,024	180,012	14,908	180,952	426,288
Total income	6,384,627	191,479	314,874	6,890,980	1,229,894	2,894,671	917,597	508,577	12,441,719
				0					0
Change in reserves -net	5,295,295	0	0	5,295,295	867,456	1,798,584	547,101	0	8,508,436
Other expenses	815,571	135,147	208,564	1,159,282	313,404	855,543	289,947	447,987	3,066,163
Total expenses	6,110,866	135,147	208,564	6,454,577	1,180,860	2,654,126	837,049	447,987	11,574,599
Associate income				0				19505.333	19,505
Profit before tax	273,761	56,332	106,310	436,403	49,034	240,545	80,548	80,095	838,852
Tax									-285,210
Other comprehensive income									55,000
Minorities									-15,218
Total attributable comprehensive income									593,424

Core inputs/assumptions

Premium growth rate	1.00%	17.00%	2.00%	10.00%	2.00%	6.00%
Inflation	2.00%			2.00%	2.00%	
Investment return	5.00%			4.50%	3.50%	3.00%
Management fee %	1.05%	1.10%	0.90%			
Loss ratio				78%	74%	66%
Expense ratio	19.79%			28%	35.20%	35%
Reserves/ guaranteed policies	16,492,312			2,301,582	8,118,304	2,475,593
With profit policies/AUM	36,711,421	17,156,880	34,986,000	375,561		



פרטי התאגיד המורשה במסגרתו מועסק מכין עבודות האנליזה:

מיטב ברוקראז' בע"מ
רחוב ברקוביץ' 4, תל-אביב
טלפון: 03-7778200

גילוי נאות והערות כלליות

מסמך זה הוכן על-ידי מיטב ברוקראז' בע"מ, בהסתמך על מידע אשר נאסף ו/או מתבסס על מידע הזמין לציבור ממגוון מקורות. מיטב ניהול השקעות בע"מ מניחה שמידע זה הוא מהימן ואינה מבצעת בדיקה עצמאית של המידע. האמור במסמך זה כולל הערכות, אומדנים ו/או תחזיות. מסמך זה אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות והנסיבות הקשורים בו והדעות המובאות בו, כולן או חלקן, עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. קורא מסמך זה אינו יכול להניח כי הסתמכות על המסמך או שימוש בו יצרו עבורו רווחים. **מיטב ברוקראז' בע"מ, כל חברה הנשלטת על-ידיה, במישרין או בעקיפין, מיטב ברוקראז' בע"מ, כל חברה הנשלטת על-ידיה, במישרין ובעקיפין, וכן כל בעל שליטה, נושא משרה ועובד במי מהן אינם אחראיים לכל נזק, אובדן, הפסד או הוצאה מכל סוג שהוא, לרבות ישיר ועקיף, שייגרמו למי שמסתמך על האמור במסמך זה או השתמש בו, כולו או חלקו.** מסמך זה אינו מהווה תחליף לייעוץ אישי המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם, ועל כל אדם להתייעץ עם יועץ ו/או משווק השקעות בכל הנוגע לביצוע פעולה בניירות ערך או בנכסים פיננסיים. מסמך זה אינו מהווה הצעה או המלצה להחזקת, רכישת או מכירת נייר ערך או נכס פיננסי או לביצוע כל עסקה בהם. מיטב ניהול השקעות בע"מ היא חברה בת בבעלות מלאה של מיטב בית השקעות בע"מ. מיטב בית השקעות בע"מ, וכן חברות שבשליטתה, הישירה או העקיפה, עוסקות, בין היתר, בניהול תיקי לקוחות, ניהול קרנות נאמנות, ניהול קופות גמל, ניהול קרנות השתלמות, ניהול קרנות פנסיה, הנפקת מכשירים פיננסיים וחיתום, ועשוי להיות למי מהן או למי מבעלי השליטה, נושאי המשרה או העובדים בהן, עניין אישי במסמך זה, לרבות החזקה ו/או רכישה ו/או מכירה ו/או ביצוע עסקה, בהתאם למגבלות הדין, עבור עצמם ו/או עבור אחרים, בניירות ערך ו/או בנכסים פיננסיים הנזכרים במסמך. כן, עשויה מיטב בית השקעות בע"מ, חברות בשליטתה, הישירה או העקיפה, ובעלי שליטה, נושאי משרה או עובדים במי מהן להיות בעלי קשרים עסקיים עם התאגידים הנזכרים במסמך זה או הקשורים בהם, לרבות לקבל או להעניק להם שירותים שונים. כל הזכויות, לרבות זכויות הקניין הרוחני, במסמך זה ובתוכנו, שייכות למיטב ניהול השקעות בע"מ ו/או למיטב בית השקעות בע"מ ו/או לאחת או יותר מהחברות אשר בשליטתה, הישירה או העקיפה, ואין לעשות בו כל שימוש שהוא, לרבות להפיצו ולהעתיקו, ללא קבלת אישורן מראש ובכתב.

ניגוד עניינים

מיטב ברוקראז' בע"מ ו/או תאגיד קשור אליה החזיק, במועד פרסום עבודת האנליזה או במהלך 30 יום שקדמו למועד הפרסום, בחשבונות הנוסטרו שלהם או בחשבונות מנוהלים על-ידם, החזקה מהותית בסוג מסוים של ניירות ערך של התאגידים הנסקרים. בשנה שעברה תאגיד קשור למיטב ברוקראז' בע"מ נטל חלק בהנפקות ציבוריות של החברות הנסקרות בשנה הקרובה תאגיד קשור למיטב ברוקראז' בע"מ עשוי להשתתף בהנפקות של ני"ע של התאגידים הנסקרים

סולם המלצות

- קניה** - ביצוע יתר משמעותי מעל השוק בשנה הקרובה
- תשואת יתר** - ביצוע יתר מעל השוק בשנה הקרובה
- תשואת השוק** - תשואה דומה לשוק בשנה הקרובה
- תשואת חסר** - ביצוע חסר לעומת השוק בשנה הקרובה
- מכירה** - ביצוע חסר משמעותי לעומת השוק בשנה הקרובה

פרטי מכין עבודת האנליזה

טרנס קלינגמן
ברקוביץ' 4 ת"א טל: 03-7778200
terencek@meitav.co.il

השכלה: B.Com (1993), B.Com (Hons) (1994) with distinction, University of the Witwatersrand, South Africa
ניסיון מקצועי: 14 שנים, מתוכם כ-5 שנים במחקר ו-8 שנים בתפקידים ניהוליים במערכת הבנקאית בדרא"פ ובישראל.
מס רישיון: 9002

עצמאות שיקול הדעת: אני, טרנס קלינגמן, רישיון מס' 9002, מצהיר בזאת שהדעות המובעות בעבודת אנליזה זו משקפות באמנה את דעותיי האישיות על ניירות הערך המסוקרים ועל התאגיד שהנפיק ניירות



שיטות הערכה:

בנקים: מודל של תשואה על ההון מייצג ממנו נגזר מכפיל ההון

ביטוח: מודל של SUM_OF_THE PARTS המתחשב בשווי הערך הגלום בביטוח חיים ו- DCF בביטוח כללי

סיכונים שונים העשויים להשפיע מהותית על מחיר היעד:

בנקים

1. שינוי בשיעורי ריבית – משפיעים על שיעורי ההיוון במודל וגם על רווחי המימון של הבנקים
2. התפתחויות מקרו כלכליות – הבנקים תלויים במידה רבה בכושר ההחזר של הלווים שנגזרת מחוסן המשק. הרעה במצב הכלכלי באה לידי ביטוי בגידול בהוצאות בעיקר דרך הפרשות לחומ"ס.
3. שינוי בסביבה רגולטורית- המערכת הבנקאית מפוקחת בעיקר ע"י בנק ישראל וגופים רגולטוריים נוספים. דרישות רגולטוריות חדשות יכולות להגביל תחומי פעילויות ולגרם להוצאות משמעותיות
4. חקיקה – התערבות מצד הגוף המחוקק (הכנסת) יכולה להגביל את הפעילות של הבנקים
5. כח אדם- עובדים בתעשייה הבנקאית (כולל בבנק ישראל) מאוגדים היטב דבר המקשה על התאמת רמת ההוצאות למצב העסקי ולעיתים רחוקות יכולים להביא לשביתות עבודה הפוגעות תדמיתית ותפעולית בבנקים.

ביטוח

1. שינוי בשיעורי ריבית – משפיעים על שיעורי ההיוון בערך הגלום וגם על רווחים מתיקי הנוסטר
2. תנודתיות בשוק ההון- חלק משמעותי מעתודות הביטוח מושקעים בשוק ההון. שינויים בשערי ני"ע יכולים להשפיע בצורה משמעותית על דו"חות חברות הביטוח
3. התפתחויות מקרו כלכליות – הפרמיות שחברות הביטוח נגזרות חלקית מרמות השכר בשוק העבודה שמושפע מהמצב במשק
4. שינוי בסביבה רגולטורית- חברות הביטוח מפוקחים בעיקר ע"י המפקח על הביטוח וגופים רגולטוריים נוספים. דרישות רגולטוריות חדשות יכולות להגביל תחומי פעילויות ולגרם להוצאות משמעותיות
5. תחרות- חברות הביטוח חשופות לתחרות משמעותית מצד בתי ההשקעות

היסטורית המלצות

מחיר מניה	מחיר יעד	המלצה	תאריך	חברה
86.00	105.62	סיקור ראשוני- קניה	08 פברואר 2010	כלל ביטוח
86.40	95.00	עדכון מחיר יעד	08 אפריל 2010	
98.00	108.00	עדכון מחיר יעד	22 נובמבר 2010	



פרטי אנשי קשר:

אייל הדר, אג"ח 054-6546586 / 03-9785778 eyalh@meitav.co.il	דני פרחי, מנהל 054-3443000 / 03-9785786 danf@meitav.co.il
יגאל ארליך, מניות 050-2620610 / 03-9785779 ygale@meitav.co.il	טרנס קלינגמן, מחקר 054-4631793 / 03-9785787 terencek@meitav.co.il
נירה עזריה, מניות 054-3080452 / 03-9785780 niraa@meitav.co.il	גלעד אלפר, מחקר 050-8232317 / 03-9785782 gilada@meitav.co.il
לנה רוגובין, מחקר ודסק מוסדי חו"ל 054-7232782 / 03-9785785 elenar@meitav.co.il	דרור כהן, מחקר 050-8355219 / 03-9785781 drorc@meitav.co.il
	ברק טפר, אג"ח 050-5785332 / 03-9785777 barakt@meitav.co.il

