

תוצאות חברות הביטוח Q110

העליות בשוק ההון הביאו לתוצאות הטובות ברביע הראשון, אך הירידות שהחלו באפריל יפגעו בתוצאות הרביע הבא. עם זאת, מחירי השוק הנוכחיים מהווים הזדמנות להשקעה ארוכת טווח

עדכון אומדן שווי לחברות הביטוח

חברה	מחיר יעד	מחיר נוכחי	פער	המלצה
כלל ביטוח	113.4	74.9	51%	קניה
מגדל	7.1	6.3	12%	תשואת יתר
הראל	224.9	176.7	27%	קניה
מנורה	63.0	45.9	37%	קניה
הפניקס 1	11.5	10.0	15%	תשואת יתר
הפניקס 5	56.7	49.4	15%	תשואת יתר

אנליסטית אורית לוין

תוצאות הרביע הראשון – ברביע הראשון, כל החברות, למעט הפניקס, החלו לגבות דמי ניהול משתנים בפוליסות המשתתפות ברווחים. הייתה לכך השפעה חיובית מהותית על תוצאותיהן.

השפעת הירידות בשוקי ההון על תוצאות הרביע

הבא – כל חברות הביטוח, למעט הפניקס, תיאלצנה לקזז את דמי הניהול המשתנים שגבו ברביע הראשון. זאת עקב הפסדים בפוליסות המשתתפות. בחברת הפניקס, החוב שנוצר, שטרם מאפשר לה לגבות דמי ניהול משתנים, יגדל. בנוסף, יהיו לחברות הפסדים בתיק הנוסטרו שלהן.

חשיפה נמוכה למדינות ה

תמצית תוצאות חברות הביטוח ל Q12010 (במיליוני ₪)

Q12010	מגדל	כלל	הראל	הפניקס	מנורה
ביטוח חיים	395	263	123	19	56
קופות גמל	6	25	18	17	24
קרנות פנסיה	12	15	5	2	24
שירותים פיננסיים	21	22	9	31	4
ביטוח כללי בארץ	79	34	50	61	60
ביטוח כללי בחו"ל		-19			
ביטוח בריאות	27	28	53	21	
סה"כ רווח לפני מס	548	371	294	182	213
סה"כ רווח נקי	356	224	187	134	140
שיערוך נכסים זמינים למכירה בקרן הון	27	108	53	61	38
סה"כ רווח (הפסד) כולל	384	331	240	196	178

ניתוח רגישות: השפעת ירידה בשווי הנכסים (ב %) על המחיר הכלכלי למניה (₪). בצהוב: סביבת המחירים הנוכחית

השפעת ירידה בשווי הנכסים על המחיר הכלכלי למניה	כלל עסקי ביטוח	מגדל ביטוח	הראל השקעות מבטחים	מנורה	הפניקס 5
15%	127.1	7.9	251.1	70.7	12.8
5%	118.0	7.4	233.6	65.6	11.9
0%	113.4	7.1	224.9	63.0	11.5
-10%	104.3	6.5	207.4	57.9	10.6
-15%	99.7	6.2	198.6	55.3	10.2
-20%	95.2	5.9	189.9	52.8	9.7
-25%	90.6	5.6	181.1	50.2	9.3
-30%	86.0	5.3	172.4	47.7	8.9
-35%	81.5	5.0	163.6	45.1	8.4
-40%	76.9	4.7	154.9	42.5	8.0
-45%	72.3	4.4	146.1	40.0	7.6
-60%	58.6	3.6	119.9	32.3	6.2
-70%	49.5	3.0	102.4	27.2	5.4

PIIGS – חברות הביטוח מדווחות, כי החשיפה שלהן למדינות ה PIIGS נמוכה. נזכיר, כי להראל חברת בת ביוון, אך השפעתה על תוצאותיה נמוכה.

פרסום תוצאות הערך הגלום ל 31.12.2009 – הערך הגלום בביטוח החיים והבריאות עלה בשיעורים שבין 43% ל 57%, ביחס לערכו ב 2008. הערך הגלום בפנסיה עלה בשיעור של 53%-39% בהשוואה ל 2008. העלייה הגבוהה נובעת מסגירת חוב בפוליסות המשתתפות בביטוח חיים (בכל החברות, למעט הפניקס), מעלייה בהיקף הנכסים ומירידה בשיעור המס הסטטוטורי.

סיכום

בתקופות של ירידות בשוקי ההון, מניות חברות הביטוח סובלות בעיקר מכך, ולכן הפער (החיובי) בין שוויין הכלכלי למחירן בשוק עולה. אנו סבורים, שלאורך זמן נוצרה כאן הזדמנות קניה, בפרט בחברות כלל ביטוח, מנורה מבטחים והראל השקעות, שמחירי השוק הנוכחי שלהן משקף ירידות נוספות בשווי נכסיהן בשיעור של 25%-45%.

עדכון אומדן שווי לחברות הביטוח

חברה	מחיר יעד	מחיר נוכחי	פער	המלצה
כלל ביטוח	113.4	74.9	51%	קניה
מגדל	7.1	6.3	12%	תשואת יתר
הראל	224.9	176.7	27%	קניה
מנורה	63.0	45.9	37%	קניה
הפניקס 1	11.5	10.0	15%	תשואת יתר
הפניקס 5	56.7	49.4	15%	תשואת יתר

הפער בין השווי הכלכלי לשווי השוק נובע בעיקרו מביסוס מודל הערכת השווי על הערך הגלום, שבכל חברות הביטוח גבוה מערך השוק הכולל שלהן. הערך הגלום מייצג את הערך הנוכחי של פוליסות ביטוח החיים, הבריאות והפנסיה, בתוספת ההון העצמי, אך אינו כולל עסקים נוספים ואת פוטנציאל הצמיחה של הפוליסות. אנו אומדים את השווי תוך מתן דיסקאונט לערך הגלום, מתוך הערכה שמרנית יותר של שיעורי ההיוון. בתקופות של ירידות בשוקי ההון, מניות חברות הביטוח סובלות בעיקר מכך, ולכן הפער (החיובי) בין שוויי הכלכלי למחירן בשוק עולה. אנו סבורים, שלאורך זמן נוצרה כאן הזדמנות קניה, בפרט בחברות כלל ביטוח, מנורה מבטחים והראל השקעות, שמחיר השוק הנוכחי שלהן משקף ירידות נוספות בשווי נכסיהן בשיעור של 25%-45%.

תמצית התוצאות (במ' ₪)

Q12010	מגדל	כלל	הראל	הפניקס	מנורה
ביטוח חיים	395	263	123	19	56
קופות גמל	6	25	18	17	24
קרנות פנסיה	12	15	5	2	24
שירותים פיננסיים	21	22	9	31	4
ביטוח כללי בארץ	79	34	50	61	60
ביטוח כללי בחו"ל		-19			
ביטוח בריאות	27	28	53	21	
סה"כ רווח לפני מס	548	371	294	182	213
סה"כ רווח נקי	356	224	187	134	140
שיעור נכסים זמינים למכירה בקרן הון	27	108	53	61	38
סה"כ רווח (הפסד) כולל	384	331	240	196	178

ניתוח השפעת המשך ירידות בשווקים על תוצאות החברות השפעה על הנוסטרו

מתחילת הרביעי ירד מדד ת"א 100 ב 10%. במידה וההפסדים בתיק הנכסים של חברות הביטוח עולים על 20% ו/או מתארכים מעל 9 חודשים, החברות רושמות בגיבן הפסד פרמננט בדוח רווח והפסד. בכל מקרה אחר, ההפסד נרשם בקרן הון בלבד, וכשנוצר רווח מתקזז ההפסד בקרן. להערכתנו, נכון להיום, לא מדובר בהפסדים פרמננטיים לחברות. חברת מגדל מעריכה, נכון לאמצע מאי, שההפסד שיגרם לה בתיק הנוסטרו יסתכם ב 50 מ' ₪. שאר החברות לא פרסמו אומדן.

השלכות על גביית דמי הניהול המשתנים בפוליסות המשתתפות

כתוצאה מההפסדים בפוליסות המשתתפות, המופיעים בטבלה התחתונה, תקזזנה חברות הביטוח, שגבו דמי ניהול ברביעי הראשון (למעט הפניקס), את דמי הניהול שנגבו בשיעור ההפסד שנגרם להם. בחברת הפניקס, שטרם החלה לגבות דמי ניהול משתנים, יגדל החוב. מהטבלה התחתונה עולה, כי נכון לסוף אפריל, דמי הניהול שנגבו ברביעי הראשון יקוזזו, במלואם או באופן חלקי, ע"י הפסדים ברביעי השני.

סיכום ההשפעה על המשתתפות	כלל	מגדל	הראל	מנורה	הפניקס
התשואה ב Q110	4.4%	3.6%	4.0%	4.7%	4.3%
התשואה בחודש אפריל	-5.5%	-2.8%	-5.7%	-6.3%	-4.5%

מקור: ביטוחנט, אתר משרד האוצר

השלכות שינויים בשווי הנכסים (ב % על אומדן השווי של חברות הביטוח
להלן ניתוח רגישות לשווי הכלכלי, בהתאם לשינויים בשווי הנכסים של חברות הביטוח:

הפניקס 5	מנורה		מגדל ביטוח	כלל עסקי ביטוח	השפעת ירידה בשווי הנכסים על המחיר הכלכלי למניה
	הראל השקעות מבטחים	הראל			
14.1	78.4	277.4	8.8	140.8	30%
13.6	75.8	268.6	8.5	136.3	25%
13.2	73.2	259.9	8.2	131.7	20%
12.8	70.7	251.1	7.9	127.1	15%
12.3	68.1	242.4	7.6	122.6	10%
11.9	65.6	233.6	7.4	118.0	5%
11.5	63.0	224.9	7.1	113.4	0%
11.0	60.4	216.1	6.8	108.9	-5%
10.6	57.9	207.4	6.5	104.3	-10%
10.2	55.3	198.6	6.2	99.7	-15%
9.7	52.8	189.9	5.9	95.2	-20%
9.3	50.2	181.1	5.6	90.6	-25%
8.9	47.7	172.4	5.3	86.0	-30%
8.4	45.1	163.6	5.0	81.5	-35%
8.0	42.5	154.9	4.7	76.9	-40%
7.6	40.0	146.1	4.4	72.3	-45%
7.1	37.4	137.4	4.2	67.8	-50%
6.7	34.9	128.6	3.9	63.2	-55%
6.2	32.3	119.9	3.6	58.6	-60%
5.8	29.7	111.1	3.3	54.1	-65%
5.4	27.2	102.4	3.0	49.5	-70%

סביבת מחירי השוק של החברות כיום צבועה בצהוב. מהטבלה עולה, שכלל ביטוח נסחרת במחיר המשקף ירידה של 40%-45% בשווי נכסיה, מגדל - ירידה של 10%-15%, הראל - ירידה של 25%-30%, מנורה - ירידה של 30%-35% והפניקס - ירידה של 15%-20%. כל זאת, בנוסף לירידות שהיו עד כה, ונלקחו בחשבון בהערכה הנוכחית.

עדכון תוצאות הערך הגלום של חברות הביטוח ל 31.12.2009 והשוואת התוצאות לעומת שנת 2008

תברה	EV ביטוח חיים		VNB ביטוח חיים		EV ביטוח חיים		VNB ביטוח חיים	
	שינוי 2008 מ	פנסיה VNB	שינוי 2008 מ	פנסיה VNB	שינוי 2008 מ	פנסיה VNB	שינוי 2008 מ	פנסיה VNB
כלל ביטוח	43%	7,567	48%	8,957	81%	1,391	48%	76.8
מגדל	44%	9,734	39%	10,960	6%	1,512	45%	61
הראל	45%	5,151	40%	5,640	43%	725	46%	77
הפניקס 5	57%	4,469	-	4,540	23%	119	60%	17.8
מנורה	51%	3,542	53%	5,665	54%	2,975	52%	178
ממוצע	48%		45%		42%		50%	0%

- הערך הגלום בתחום ביטוח החיים, הבריאות והפנסיה, עלה בשיעורים גבוהים בכל חברות הביטוח; זאת בהשפעת צמצום החוב בפוליסות המשתתפות, ירידה בשיעור המס הסטטוטורי והעלייה בהיקף הנכסים.
- הערך העתידי (VNB), המשקף את שוויין של הפוליסות שנפתחו ב 2009, עלה בתחומי ביטוח החיים והבריאות, בכל החברות. העלייה החדה בחברת כלל נובעת בעיקר מפוליסות הבריאות, הכוללות פוליסות מבטיחות תשואה לעובדי קופ"ח לאומית. בשנת 2008 נאלצה כלל להשלים עבורן את הבטחת התשואה ואילו ב 2009 היא הרוויחה מכך.

3. במגדל וכלל חלה ירידה בערך העתידי (VNB) בפנסיה, כתוצאה מירידה בפתיחת פוליסות חדשות. חלק מהסיבה לכך הוא, שבשנה שעברה הגדילו שתיהן את המכירות באופן ניכר, בשל תחילת יישום חוק פנסיה חובה. בניגוד אליהן, הראל ומנורה המשיכו לצמוח בעסקים החדשים.

**השוואת רווחיות הפוליסות
בביטוח חיים ובריאות**

בטבלאות מימין ניתן לראות, כי הראל ומנורה בולטות לחיוב ברווחיות הפוליסות הקיימות בביטוח חיים ובריאות, ואילו הראל וכלל בולטות לחיוב בפוליסות החדשות בתחום זה. רווחיותה של מגדל נמוכה ביחס למוצע. מזכיר, שלהראל ומנורה משקל גבוה יחסית של פוליסות פרט, שרווחיותן גבוהה יותר.

יחס VNB	יחס VIF	
להיקף עתודות	להיקף עתודות	
0.7%	13.0%	כלל ביטוח
0.4%	11.5%	מגדל
1.2%	15.0%	הראל
0.4%	13.3%	הפניקס
0.8%	14.4%	מנורה

בפנסיה

בתחום הפנסיה, הראל וכלל בולטות לחיוב בפוליסות הקיימות, ואילו הראל בולטת לחיוב בפוליסות החדשות.

יחס VNB	יחס VIF	
להיקף קרנות	להיקף קרנות	
הפנסיה	הפנסיה	
0.6%	11.4%	פנסיה
0.3%	7.1%	כלל ביטוח
1.3%	11.5%	מגדל
0.7%	4.0%	הראל
0.6%	9.6%	הפניקס
		מנורה

הערת אזהרה וגילוי נאות לגבי עבודת האנליזה

דוח זה מבוסס על נתונים שהיו גלויים לציבור, על פרסומים של התאגיד הנסקר וכן על מקורות וגופי מחקר, בארץ ובחו"ל ואחרים שבנק מזרחי טפחות בע"מ רואה אותם כמהימנים וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. דוח זה המסתמך על הנתונים האמורים אינו מהווה אימות או אישור לנכונותם. המידע המופיע בדוח זה מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו. ניתוח זה משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה.

מודגש כי בנק מזרחי טפחות בע"מ ו/או מי מעובדיו אינם אחראים למהימנות המידע המפורט בדוח, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בו או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בדוח. בנק מזרחי טפחות בע"מ לא יהיה אחראי בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו כתוצאה משימוש בדוח זה, אם יגרמו.

אין לראות בדוח זה משום המלצה לביצוע פעולות כלשהן בניירות ערך. בטרם השקעה מוסבת תשומת הלב לכך כי האמור בסקירה אינו מתאים לכל סוגי המשקיעים ו/או לכל סוגי ההשקעה ואין בסקירה כדי להבטיח כל רווח עתידי. אין לראות בדוח זה משום הצעה לרכישה ו/או מכירה של ניירות ערך אליהם מתייחס הדוח או המלצה ללקוח ספציפי לביצוע עסקה בנ"ע כלשהם. דוח זה אינו מהווה תחליף לייעוץ השקעות אישי המתחשב בצרכי הלקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם.

חברות בנות של בנק מזרחי טפחות מחזיקות אחזקה לא מהותית בני"ע של הראל השקעות ומנורה מבטחים

אני, אורית לוי, בעלת רישיון 10101, מועסקת בבנק מזרחי טפחות בע"מ, בעלת תואר MBA ותואר BA בכלכלה וניהול מטעם הטכניון, המכון הטכנולוגי לישראל, אנליסטית מאז 2000.

מתודולוגיה:

DCF

גורמי סיכון:

תלות בשוק ההון, תלות ברגולציה, חשיפה לשינויים בריבית, במדד המחירים לצרכן, תחרות חריפה

מועד עריכת הדוח: 01/06/2010

מועד פרסום הדוח: 01/06/2010