

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ¹

מעקב | יוני 2018

אנשי קשר:

אילאיל שטנר - אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית

ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג, רו"ח - אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני

omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים

avib@midroog.co.il

¹ גב' אביטל שטיין הינה דח"צית במנורה מבטחים החזקות בע"מ שהינה חברת האם של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ, וכן הינה דח"צית במידרוג בע"מ. אין לגב' שטיין כל נגיעה לדירוגים הנקבעים על ידי מידרוג בע"מ.

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	Aa3.il (hyb)	הון משני נחות ושלישוני מורכב
אופק דירוג: יציב	A1.il (hyb)	הון משני מורכב/הון רובד ²

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa2.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ("מנורה ביטוח" או "החברה") ומותירה על כנם דירוגים של Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני נחות ושלישוני מורכב) ו- A1.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב/הון רובד²) שגויסו על ידי החברה ובאמצעות חברת הבת מנורה מבטחים גיוס הון בע"מ. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	סוג הון מוכר ³	מועד פירעון סופי
א'	1103670	Aa3.il(hyb)	יציב	משני נחות	01/07/2022
ב'	1124759	A1.il(hyb)	יציב	משני מורכב	14/10/2024
ג'	1131911	A1.il(hyb)	יציב	משני מורכב	01/10/2030
ד'	1135920	Aa3.il(hyb)	יציב	שלישוני מורכב	01/07/2027
-	לא סחיר	A1.il(hyb)	יציב	משני מורכב	01/07/2034
ה'	1143411	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	30/06/2032

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את הפרופיל העסקי ההולם של החברה, המשתקף בגודלה ובפיזור קווי העסקים התומכים ביכולת יצור ההכנסות, וכן פרופיל סיכון טוב ביחס לדירוג המתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה מתונה יחסית ללקוחות גדולים. הפרופיל הפיננסי של החברה מוגבל נוכח איכות נכסים וגמישות פיננסית שאינם בולטים לטובה ביחס לדירוג ורווחיות נמוכה. הלימות ההון של החברה הולמת ביחס לדירוג ובעלת קיבולת ספיגת הפסדים טובה ביחס לתרחישי קיצון של מידרוג. מנגד, הצפי לשיפור הכרית ההונית מוגבל בטווח הזמן הקצר בשל פוטנציאל רווחיות נמוך ותנודתי ונוכח הערכתנו לחלוקת דיבידנדים בשיעור של עד כ-50% מהרווח הנקי. פרופיל הנזילות סביר ביחס לדירוג ונתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית. על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה קיים עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי (תרחיש הקיצון השלישי בחומרנו מתוך חמישה תרחישים ועל גבול תרחיש הסיכון השני בחומרנו) עם יחס הלימות הון של כ-121% בתרחיש זה. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה, כפי שנתפס במודל- נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכונים תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים ומסיכונים שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מביטיח תשואה, כללי והון). יחס כושר הפירעון של החברה בהתאם להוראות החדשות (SCR) ליום ה-31 בדצמבר 2016 עמד על כ-124% (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה). הלימות ההון הרגולטורית ביחס לדירקטיבת סולבנסי 2, בולטת לטובה ביחס לקבוצת השוואה, תומכת בגמישות העסקית ועל כן בדירוג ומאפשרת לחברה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים ולנצל יתרונות יחסיים מול מתחרים. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמירת מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, נוכח תנודתיות גבוהה יותר ביחס למשטר הנוכחי, כאשר חלוקת דיבידנדים משמעותית אשר תשחק את ההון עלולה להשפיע לשלילה על הדירוג.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2018-2019, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, בדומה לשנים האחרונות, אשר תמשיך להעיב על ענף הביטוח ובפרט על פוטנציאל יצור הרווחים ויכולת בנית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. זו תמשיך להיות מושפעת לחיוב להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.4% עד 3.5% בשנים 2018-2019), ושיעור אבטלה נמוך ויציב התומכים בהמשך שיפור בשכר הריאלי. מנגד, סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות מסימות בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה

² רובד 2 המוכר תחת דירקטיבת סולבנסי 2 שהונפק החל מיוני 2017

³ על פי דירקטיבת סולבנסי 2 הון משני נחות, הון שלישוני מורכב והון משני מורכב מוכרים כהון רובד 2

לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים מהווים אתגר מתמשך עבור ענף הביטוח. נציין, כי אנו צופים המשך שיפור בשיעורי החדירה ובפרט במגזר הבריאות, כך שימתנו במידה מסוימת את התחרות בשוק. בתרחיש זה אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות ברוטו מפעילות אורגנית בשיעור מצטבר של כ- 5%-8% ביחס לשנת 2017, כאשר פוטנציאל הצמיחה ינבע בעיקר מענפי ביטוח החיים והבריאות. להערכתנו, שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיוותר נמוכים לדירוג, גם נוכח שיעור הוצאות (יעילות תפעולית) שאינו בולט לטובה, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 0.5%-2.0% ו-0.0%-0.2%, בהתאמה, בטווח התחזית. אופק הדירוג היציב משקף את העובדה כי אנו צופים שהחברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.03.2017	31.03.2018	
36,424	38,860	42,153	39,660	43,316	סה"כ נכסים
1,475	1,569	1,690	1,593	1,599	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
(14)	94	121	24	(31)	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
5,079	5,870	6,155	1,500	1,791	סה"כ פרמיות שהרווחו ברוטו
2,318	2,884	3,014	738	1,002	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
566	627	705	168	192	מתוכם בביטוח בריאות
2,195	2,360	2,436	594	596	מתוכם בביטוח כללי
4,363	5,136	5,393	1,307	1,600	סה"כ פרמיות שהרווחו בשייר
913	1,159	2,223	363	162	סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה

יחסים מותאמים של מידרוג

66%	64%	63%	64%	67%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
-0.5%	3.3%	4.1%	3.3%	-3.9%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [1]
0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	-0.3%	תשואה על הנכסים (ROA) [2]
50%	49%	47%	48%	53%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [3]
1.8x	-0.1x	3.4x	14.1x	-1.0x	רווח מותאם לפני ריבית ומס (EBIT) להוצאות ריבית

[1] רווח כולל למוצע התחייבויות פיננסיות והון עצמי המשוך לבעלי המניות בתקופה מגולם שנתי
 [2] רווח כולל למוצע סך הנכסים בתקופה מגולם שנתי
 [3] החוב המותאם כולל התחייבויות פיננסיות והתחייבויות בגין הטבות לעובדים, נטו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי הולם המשתקף בגודלה של החברה ובפיזור קווי עסקים, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות

למנורה ביטוח מותג חזק יחסית המתבטא גם בשיעור חידושים הולם בחלק מהענפים, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ותמהיל פעילות מגוון, התומכים במיצובה העסקי. החברה הינה המבטח החמישי בגודלו בישראל ל-31 בדצמבר 2017 במונחי פרמיות ברוטו, ובעלת היקף נכסים מנוהלים כולל של כ- 38 מיליארד ₪. גודלה של החברה מתבטא גם בנתחי שוק משמעותיים יחסית לאורך זמן (כ- 10% בממוצע בשנים האחרונות) ובעיקר בתחומי הביטוח הכללי.

על אף המיצוב החזק יחסית, להערכתנו לחברה שליטה סבירה בלבד במערך ההפצה, כפי שמשקף במבנה ההוצאות, הנשען בעיקר על סוכנויות ביטוח חיצוניות. אנו סבורים, כי בדומה לשאר החברות בענף, החברה תפעל בשנים הקרובות לגוון את מודל ההפצה תוך חיזוק ערוץ ההפצה הישיר. עם זאת, חלקו מתמהיל ערוצי השיווק לא יהיה מהותי בטווח הזמן הקצר, להערכתנו. לחברה פיזור קווי עסקים הולם, הכולל ספקטרום רחב של מוצרים ביטוחיים ותומך ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור. פיזור זה משתקף בשלוש רגלים משמעותיות: ביטוח חיים (כ- 50% מסך הפרמיות ברוטו בממוצע בשלוש השנים האחרונות), ביטוח כללי המפוזר מטיבו (כ- 40% בממוצע מסך הפרמיות ברוטו לאותה התקופה) ובריאות (כ- 10% בממוצע מסך הפרמיות לאותה התקופה)

המהווה גם פוטנציאל צמיחה עתידי ברמת הענף והחברה, נוכח שיעור חדירה נמוך יחסית. מנגד, יש לציין כי פיזור ההכנסות אינו מקבל ביטוי מספק ברווח גם בשל שיעור הוצאות שאינו בולט לטובה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2018-2019 אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות ברוטו מפעילות אורגנית בשיעור מצטבר של כ- 8%-5% ביחס לשנת 2017, כאשר פוטנציאל הצמיחה ינבע בעיקר מענפי ביטוח החיים והבריאות.

ענף ביטוח החיים נהנה בשנה האחרונה מעליית שיעור ההפקדות הממוצע מתוך השכר לאור סביבת האבטלה הנמוכה. בעוד שלא צפויה הגדלה נוספת בשיעור ההפקדות בשנת 2018, אנו צופים המשך סביבת מאקרו תומכת, הכוללת צמיחה יציבה (3.4% ו-3.5% בשנים 2018-2019) ויציבות בשיעור האבטלה אשר צפויים לתרום להמשך עלייה איטית בשכר הריאלי. לאור זאת, במגזר ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח אנו מעריכים שהחברה תצמח בקצב גבוה במקצת ביחס לתמ"ג, בעיקר בשל הפקדות שוטפות ובשל הערכתנו להמשך עליה מסוימת בשכר הריאלי, וללא תוספת משמעותית ביחס לשנים האחרונות של פרמיות חד פעמיות. במגזר הבריאות בהמשך להערכתנו הקודמת אנו מניחים התמתנות מסוימת בצמיחת הפרמיות ביחס לשנים האחרונות, תוך שמירה על נתחי שוק והמשך התמקדות בביטוחי הפרט, אולם זו תיוותר גבוהה ותיתמך בשיעור חדירה משקי נמוך יחסית, כאשר מנגד המשך התחרות בענף תמשיך לצור לחץ מחירים מסוים במגזר זה. במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים יציבות עד עלייה מתונה בהיקף הפרמיות, זאת על רקע המשך התגברות התחרות בענף וגמישות מחיר מוגבלת, נוכח שיעורי רווחיות חיתומית (Combined Ratio בשייר) נמוכים יחסית.

פרופיל הסיכון טוב ביחס לדירוג ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה מתונה יחסית ללקוחות גדולים

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יותר. בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר כ- 68% מסך הפרמיות ברוטו ב- 12 החודשים האחרונים ולאורך זמן הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר", אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב" בשל אי ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר כתוצאה מהשתנות הסביבה העסקית. בנוסף, החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים עם חשיפה בשייר יציבה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ- 3% מההון המוכר ליום ה- 31 בדצמבר 2017.

שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך בולט לחיוב לאורך זמן ועמד על כ- 54% נכון ל-31 בדצמבר 2017. יחס זה משקף פרופיל סיכון טוב, נוכח חשיפה נמוכה יחסית למנגנונים מבטיחי תשואה (בניכוי אג"ח ח"צ), אשר חושפים את המבטחים לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים. בטווח הקצר והבינוני אנו לא צופים שינוי מהותי בתמהיל העתודות, נוכח תמהיל הפעילות הצפוי.

בנוסף, פרופיל הסיכון נתמך בחשיפה מתונה יחסית לקולקטיבים ומבטחים גדולים, חשיפה אשר עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכונים האשראי והסיכונים הענפיים לאורך המחזור ומגבילה את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות. היקף החשיפה ללקוחות גדולים עמדה על כ- 10% מהפרמיות המורווחות ברוטו ליום 31 בדצמבר 2017, נתון אשר תומך בדירוג ומאפיין את החברה לאורך זמן. נציין, כי עיקר החשיפה הינה במגזר הביטוח הכללי ומהווה כ- 20% מסך הפרמיות ברוטו במגזר בשנים האחרונות.

להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים ביחס לדירוג ונתמכים גם בדרישות רגולטוריות, כאשר חברה החלה ליישם ולדווח על יחסי סולבנסי 2. יישום מלא של הדירקטיבה, צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה (כמו גם בענף) ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמדידת ההון הכלכלי, למרות שזה צפוי להיות תנודתי יותר. עמידתה ומידת מוכנותה הטובה יחסית של החברה לדרישות ההון תחת משטר ההון החדש מהוות תמיכה נוספת לפרקטיקת ניהול הסיכונים הטובה של החברה ולגמישותה העסקית. נציין, כי החברה קבעה הון יעד לצורך חלוקת דיבידנד (צפי לחלוקה של עד כ- 50% מהרווח הנקי) בשיעור של 10% מעל להון הנדרש נכון ל- 31 בדצמבר 2017, אשר גדל בהדרגתיות עד למרווח של כ- 15% מההון הנדרש בשנת 2024. יחס כושר הפירעון של החברה בהתאם להוראות החדשות (SCR) ליום ה- 31 בדצמבר 2016 עמד על כ- 124% (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה), כאשר החברה כבר ביצעה חלוקה ראשונה בתחילת שנת 2018. אנו מניחים כי החברה תמשיך לבצע

חלוקת רווחים לחברה האם, מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן – "חברת האם") המדורגת Aa3.il באופק יציב בטווח התחזית. במידה והיקף החלוקה עלול לשחוק את בסיס ההון, ולא יותאם ליכולת יצור הרווחים השוטפים, כפי שהתרחש ברבעון ראשון של שנת 2018, מידורג תראה בכך משקולת על פרופיל הסיכון של החברה. עם זאת, נציין כי חברת האם אינה תלויה בחלוקת הדיבידנדים מהחברה לצורך שירות חובותיה בטווח הזמן הקצר והבינוני וכי היא נסמכת על מקורות נוספים (מנורה מבטחים פנסיה וגמל בע"מ), המקטינים את לחץ הדיבידנדים מהחברה. נציין, כי החברה עדיין משמשת עוגן מרכזי לפעילות המאוחדת של החברה האם ובעלת קשרים עסקיים עם שאר חברות הקבוצה.

איכות הנכסים אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג ומתאפיינת בשיעור נכסים בלתי מוחשיים להון עצמי גבוה יחסית

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד להערכתנו על תאבון לסיכון סביר ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס "נכסים בסיכון" מותאמים להון המוכר של כ- 60% ל- 31 במרץ 2018, אשר נמצא במגמת עלייה בשנתיים האחרונות (2016: 50%), באופן מקביל לעלייה בחלקם מתיק הנוסטרו לכ- 30% מהתיק (ללא חיים מבטיח תשואה) (2016: 22%) ומעיד על עלייה מסוימת בתיאבון לסיכון. תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו כולל בעיקר אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-35%, הלוואות פרטיות (משכנתאות בעיקר) בשיעור של כ-15%, אג"ח קונצרני (על כל סולם דירוג) של כ- 20% ופיקדונות בבנקים של כ-10%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בתמהיל ההשקעות בטווח הזמן הקצר ולכן גם בתיאבון לסיכון, תוך המשך מיקוד בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריבית הנוכחית המייצרת אתגר בשימור פוטנציאל התשואה.

שיעור הנכסים הבלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר, מההון העצמי עודנו גבוה ואינו בולט לטובה ביחס לדירוג ועמד על כ- 67% ל- 31 במרס 2018. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי ביחס זה בטווח הזמן הקצר והבינוני, גם נוכח הערכתנו ליציבות מסוימת בתמהיל הפעילות ובפרט בהיקף היצירות החדשות בסגמנט החיים ובפוטנציאל בניית הכרית ההונית.

הלימות ההון של החברה הולמת ביחס לדירוג; פוטנציאל שיפור הכרית ההונית מוגבל בטווח הזמן הקצר

על פי מודל ההון של מידורג, לחברה קיים עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי (תרחיש הקיצון השלישי בחומרנו מתוך חמישה תרחישים ועל גבול תרחיש הסיכון השני בחומרנו) עם יחס הלימות הון של כ- 121% בתרחיש זה. הסיכונים העיקרים אליהם חשופה החברה, כפי שנתפס במודל- נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכונים תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים ומסיכונים שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון). כאשר פיזור הפעילות והמתאמים ביניהם מקטינים את ההון הנדרש בכ- 23%. אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם, ליום ה- 31 במרץ 2018 בהיקף של כ- 1.7 מיליארד ש"ח ו-VIF מותאם בהיקף של כ- 2.0 מיליארד ש"ח.

כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו מסתכלים על יחס הון למאזן (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מנכסים בסיכון המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים מחמירים יותר. יחס זה נמצא במגמת שחיקה בשנים האחרונות ועמד ליום ה- 31 במרץ 2018 על כ- 8%, רמה שאינה בולטת לטובה ביחס לדירוג. להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני היחס צפוי להמשיך ולהישחק בשוליים בעיקר בשל גידול בפעילות וללא גידול מקביל בהיקף ההון. אנו צופים, כי בניית הכרית ההונית בטווח הזמן הקצר והבינוני תהיה מוגבלת, נוכח הסביבה העסקית המתאגרת, שגוזרת להערכתנו פוטנציאל צבירת רווחים נמוך יחסית ותנודתי, כמפורט להלן, וכן הערכתנו, כאמור לחלוקת דיבידנדים בשיעור של עד כ-50% מהרווח הנקי בתקופה זו.

בחודש יוני 2017 פורסמו הוראות עדכניות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברות ביטוח מבוסס סולבנסי 2 ("ההוראות החדשות"), לפיהן חברת ביטוח תקיים משטר כושר פירעון כלכלי בהתאם להוראות ובמקביל תעמוד בתקנות ההון הקיימות עד לאישור הממונה שבוצעה ביקורת על יישום ההוראות החדשות בדוחותיה הכספיים. על רקע ביטול תקנות ההון הישנות, עברה החברה למשטר כושר פירעון כלכלי בלבד. יחס כושר הפירעון של החברה בהתאם להוראות החדשות (SCR) ליום ה- 31 בדצמבר 2016 עמד על כ-

⁴ נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את כל נכסי ההשקעה הפיננסיים למעט מזומנים, אגרות חוב ממשלתיות ואגרות חוב קונצרניות בדירוג השקעה, כאשר האחרונים משוקללים בשיעור הישענות חלקי המשקף סיכון לירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכונים אשראי, שוק או נזילות.

124% (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה⁵). הלימות ההון הרגולטורית ביחס לדירקטיבת סולבנסי 2, בולטת לטובה ביחס לקבוצת השוואה, תומכת בגמישות העסקית ועל כן בדירוג ומאפשרת לחברה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים ולנצל יתרונות יחסיים מול מתחרים. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמירת מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, נוכח תנודתיות גבוהה יותר ביחס למשטר הנוכחי, כאשר חלוקת דיבידנדים משמעותית אשר תשחק את בסיס ההון עלולה להשפיע לשלילה על הדירוג.

רווחיות נמוכה לדירוג; צפי להמשך לחץ על הרווחיות בשל הסביבה העסקית המתגברת

החברה מאופיינת ברווחיות חלשה ביחס לדירוג וביחס לענף בשנים האחרונות, המוגבלת גם בשל רווחיות חיתומית נמוכה ושיעור הוצאות שאינו בולט לטובה. חשיפת הענף והחברה בתוכו לגורמים אקסוגניים ובפרט לשוק ההון, עקום הריבית והיעדר רווחיות חיתומית משמעותית כאמור מייצרים תנודתיות ברווחיות, כפי שמשקף ביחסי ה-ROC וה-ROA של החברה שנעו בטווח שבין 4.2% ו-0.5% ובין 0.4% ו-0.0% בהתאמה, בשנים 2014-2017. הרווחיות בתקופה זו הושפעה מהצורך בהשלמת רזרבות לאור הירידה המתמשכת בעקום הריבית תנודתיות שוק ההון אשר השפיעה על גביית דמי הניהול המשתנים ורווחי ההשקעה וכן מהשפעות וועדת וינוגרד על ריבית ההיוון בתביעות הביטוח לאומי, אשר השפיעו ועשויות להמשיך להשפיע על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחביות.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2018-2019, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, בדומה לשנים האחרונות, אשר תמשיך להעיב על ענף הביטוח ובפרט על פונטציאל יצור הרווחים ויכולת הבניית הכרית ההוגנת מרווחים שוטפים. זו תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.4% עד 3.5% בשנים 2018-2019), סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות מסוימת בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, כך שימתנו במידה מסוימת את התחרות בשוק.

בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח אנו צופים המשך תנודתיות ברווחיות בשנות התחזית נוכח חשיפה ניכרת לגורמים אקסוגניים הכוללים את תנודתיות עקום הריבית והתשואות בשווקים. כמו כן, גם מגזר הבריאות חשוף לעקום הריבית ואנו מניחים שחיקה מסוימת ברווחיות לאור הערכתנו להחמרה בכמות וחומרת התביעות גם בשל הגידול בשיעור החדירה בענף. בנוסף, תמורות רגולטוריות שבוצעו בענף לאחרונה, לרבות יצירת מבנה של פוליסה אחידה, צפויות להגביר את תחרות המחירים וללחוץ על הרווחיות. בענף הביטוח הכללי אנו מניחים יציבות מסוימת בתוצאות החיתומיות ביחס לשנת 2017, כאשר רמת התחרות תיוותר גבוהה יחסית בפרט בענף רכב שחוה עליית תעריפים מסוימת בשנה האחרונה. להערכתנו, שיעורי הרווחיות החיתומית יותרו נמוכים ומוגבלים גם בשל מעורבות רגולטורית. בתרחיש הבסיס של מידרוג שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיות נמוכים ביחס לדירוג כך שיחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 2.0%-0.5% ו-0.2%-0.0%, בהתאמה, בטווח התחזית.

פרופיל נזילות סביר לדירוג הנתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית כאשר הגמישות הפיננסית אינה בולטת לטובה

להערכתנו, פרופיל הנזילות של החברה סביר ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף יציב של פי 1.9 בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות הצפויות בזמן הקצר. לאור תמהיל העסקים המגוון של החברה, חלק מההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק (ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח) וחלקן בטווח הקצר (בביטוח הכללי), כאשר אנו לא מניחים פירעון התחייבויות פיננסיות משמעותי בטווח התחזית למעט המשך פירעון שוטף של אג"ח סדרה א'. נציין כי לחברה מח"מ התחייבויות ארוך יחסית, אשר תומך מאוד בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה. להערכתנו, מבטחים המאופיינים במח"מ התחייבויות ארוך וללא אופציות PUT לבעלי הפוליסה לקריאה לכסף פחות חשופים לסיכון נזילות וקיימת להם יכולת תגובה טובה יותר ולאורך זמן ארוך יותר עובדה התומכת בשרירותם ובדירוגם. בנוסף, התנודתיות שעלולה להיווצר בשל רישום נכסים בשווי שוק (MTM) לעיתים אינה משקפת את השווי הכלכלי עבור חברות ביטוח עם מח"מ התחייבויות ארוך, נוכח היכולת להחזיק את הנכסים הרלוונטיים לפדיון, על כן ההון הכלכלי של חברות אלו עשוי להיות פחות חשוף לתנודתיות שוק קצרת טווח, להערכתנו.

⁵ ההון הנדרש לכושר פירעון של חברת ביטוח בתקופה שתחילתה ביום 30 ביוני 2017 וסיומה ביום 31 בדצמבר 2024 יעלה בהדרגה ב-5% בכל שנה החל מ-60% מה-SCR ועד למלוא ה-SCR.

הגמישות הפיננסית של החברה אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג ומתאפיינת ביחס מינוף מאזני (חוב ל- CAP) גבוה יחסית של כ- 53% ליום ה- 31 במרץ 2018, אשר להערכתנו אינו צפוי להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר-בינוני. מנגד, נתמכת הגמישות הפיננסית והעסקית ביחסי סולבנסי 2 טובים יחסית, הן בנקודת הזמן הנוכחית, הן ביחס להוראות הסופיות והן ביחס לקבוצת השוואה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בהיקף הפעילות וביכולת יצור הרווחים
- שיפור משמעותי בכרית הרווחיות ויציבותה לאורך זמן

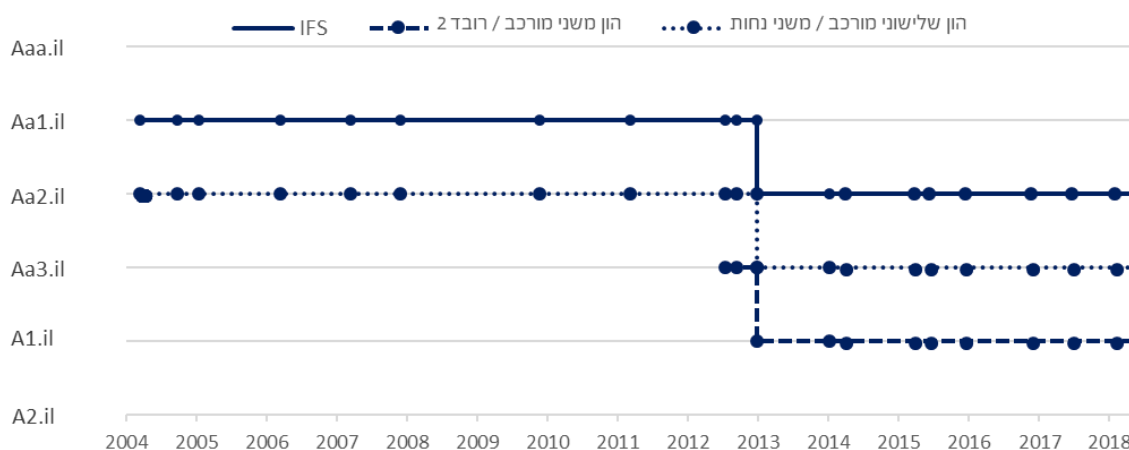
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת בעודפי ההון על פי מודל ההון של מידרוג
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות בענפי הליבה ו/או שחיקה משמעותית ומתמשכת ברווחיות הכוללת
- חלוקת דיבידנדים, שיש בהם כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה

אודות החברה

החברה הינה חברה פרטית בשליטה מלאה של מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "מנורה מבטחים החזקות"), שהינה חברה ציבורית אשר מנייתה נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעלי השליטה במנורה מבטחים החזקות הינם פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט (תאגידים זרים) המוחזקים עבור ה"ה טלי גריפל וניבה גורביץ, בהתאמה, והמוחזקים ביחד בכ- 61.86% ממניות החברה. יו"ר דירקטוריון החברה, מר ארי קלמן, המכהן גם כמנכ"ל מנורה מבטחים החזקות מחזיק, באמצעות החברה לנאמנות עובדים, נכון למועד הדוח, בכ- 2.72% ממניות מנורה מבטחים החזקות. יתרת מניות מנורה מבטחים החזקות, מוחזקת בידי הציבור. החברה עוסקת, בכל ענפי הביטוח העיקריים, ובכלל זה ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, ביטוח כללי (הכולל ביטוח רכב (חובה ורכוש) וביטוח כללי אחר) וביטוח בריאות. בנוסף, מחזיקה החברה בסוכנות הביטוח אורות סוכנות לביטוח חיים (2005) בע"מ. בעבר החזיקה החברה בחברת הניהול של קרן הפנסיה מבטחים החדשה, קרן הפנסיה הגדולה בישראל. בשנת 2012, העבירה החברה את הבעלות על חברת הפנסיה לחברת האם, כדיבידנד בעין. בינואר 2013 חילקה החברה כדיבידנד בעין את מניות שומרה חברה לביטוח בע"מ, העוסקת בעיקר בתחומים של ביטוח רכב וביטוח רכוש.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מנורה מבטחים ביטוח בע"מ](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות ביטוח - דצמבר 2017](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

24.06.2018	תאריך דוח הדירוג:
01.02.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
15.03.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מנורה מבטחים ביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מנורה מבטחים ביטוח בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>