

מגדל חברה לביטוח בע"מ

מעקב | נובמבר 2024

אנשי קשר:

אביאור דגן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
avior.dagan@midroog.co.il

עמית פדרמן, רו"ח

ראש צוות בכיר, מעריך דירוג משני
amit.federman@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים
moty.c@midroog.co.il

מגדל חברה לביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	A1.il(hyb)	מכשיר הון רובד 2

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של מגדל חברה לביטוח בע"מ (להלן: "החברה"), וכן מותירה על כנו דירוג A1.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון רובד 2), שהונפקו על ידי חברת הבת - מגדל ביטוח גיוס הון בע"מ. אופק הדירוג יציב.

דירוגי החובות הנחותים מגלמים את הנדחות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס לדירוג ה-IFS, את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם. בהתחשב ברמת ה-IFS של החברה, ברמת כושר הפירעון הכלכלי הקיימת והצפויה להערכתנו, תוך שמירת מרווח מספק מדרישת כושר הפירעון הכלכלי הרגולטורי האפקטיבי עבור המכשיר, אנו מעריכים כי אי-הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל-"נסיבות משהות"¹ נמוכה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש נוסף עבור מכשירי הון רובד 2.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג*:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	סוג הון מוכר	מועד פירעון סופי
מגדל הון אגח ו	1142785	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	31.12.2030
מגדל הון אגח ז	1156041	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	31.12.2031
מגדל הון אגח ח	1182955	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	31.12.2034
מגדל הון אגח ט	1185628	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	31.03.2038
מגדל הון אגח י	1192079	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	31.05.2035
מגדל הון אגח יא	1197565	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	31.12.2035
מגדל הון אגח יב	1197573	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	31.12.2036
מגדל הון אגח יג	1207513	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	31.12.2037
מגדל הון אגח יד	1207521	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	31.12.2038

* הונפקו על ידי מגדל ביטוח גיוס הון בע"מ, חברת בת בבעלות מלאה של החברה.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי חזק, הנתמך בגודלה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, במובילות שוק בענף חסכון ארוך טווח ובנתח שוק משמעותי המאופיין במגמת שחיקה בשנים האחרונות, בשליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, המהווה פוטנציאל לייצור הכנסות עתידי. עם זאת, הפרופיל העסקי מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך ביחס לדירוג, המשתקף בתמהיל הכנסות ריכוזי, כאשר מגזר חסכון ארוך טווח מהווה כ-69% מסך הפרמיות ברוטו ודמי הניהול ב-12 חודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024. פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג, נוכח חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים מסך הפרמיות ברוטו, סיכון מוצרים נמוך בביטוח הכללי ומדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי בקרה, אשר הולמים ביחס לדירוג ונתמכים בדרישות רגולטוריות, וסיכון מוצרים סביר ביחס לדירוג בביטוח חיים ובריאות. הפרופיל הפיננסי של החברה סביר ביחס לדירוג ונתמך בפרופיל נזילות ואיכות נכסים הולמים ביחס לדירוג, המשקפים תיאבון לסיכון מתון ביחס לקבוצת ההשוואה², אולם ניכרת עלייה בנכסי הסיכון של החברה ביחס לכרית הספיגה בשנים האחרונות, בדומה למגמה בענף. הלימות ההון של החברה משתקפת גם בעודפי הון ביחס לדירקטיבת סולבנסי 2, כאשר יחסי כושר הפירעון (SCR) ליום 31 בדצמבר 2023, עמדו על כ-123% (בהתחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח) וכ-78% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה). הראשון, נמוך ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה והאחרון בולט לשלילה ביחס לקבוצת ההשוואה ולענף כאחד, כאשר בשנים האחרונות החברה התקשתה לבנות את הכרית ההונית (הכלכלית), אשר

¹ הון נדרש ל-"נסיבות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה, לאחר התאמת תרחיש מניית לפי חוזר סולבנסי (להלן: "יחס כושר הפירעון הנדרש").

² כלל חברה לביטוח בע"מ, מנורה מבטחים ביטוח בע"מ, הראל חברה לביטוח בע"מ והפניקס חברה לביטוח בע"מ.

הושפעה מגורמים אקסוגניים משמעותיים, בין היתר, נוכח תמהיל הפעילות הקיים, ומעיבה להערכתנו על הגמישות העסקית של החברה. מדדי הרווחיות נמוכים ביחס לדירוג ותנודתיים בשל חשיפה לגורמים אקסוגניים, אולם מגלמים מגמת שיפור במחצית הראשונה של שנת 2024 מול התקופה המקבילה אשתקד, כפועל יוצא משיפור הרווח החיתומי בביטוח הכללי. להערכתנו, הגמישות הפיננסית של החברה נמוכה ביחס לדירוג וזאת, בין היתר, בשל צרכי שירות החוב של בעלת היתר השליטה בחברה - אליהו הנפקות בע"מ (להלן: "אליהו הנפקות", מדורגת A3.il באופק יציב), כאשר המבטח, הינו המקור התזרימי לשירות החוב שלה (באמצעות מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ; להלן: "חברת האם"), לצד מגדל שוקי הון (1965) בע"מ (להלן: "מגדל שוקי הון"). עם זאת, נוכח משטר ההון סולבנסי 2, להערכתנו, החברה לא צפויה לחלק דיבידנדים בשנות התחזית, בשל יחס כושר פירעון (ללא הוראות המעבר) אשר עמד נכון ליום 31 בדצמבר 2023, על כ-78% ואינו מאפשר חלוקת דיבידנדים³.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף בכלל ועל פוטנציאל ייצור ההכנסות בפרט. נוסף על כך, מדיניות מוניטרית הדוקה, המתאפיינת בסביבת אינפלציה וריבית גבוהות ביחס לשנים האחרונות, פוגעת בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, משפיעה על הצמיחה הענפית ועל רווחי החברה. בד בבד, מלחמת "חרבות ברזל" (להלן: "המלחמה") הובילה לשורה של השלכות והגבלות, אשר כפועל יוצא, הובילו לצמצום הפעילות הכלכלית במשק. מנגד, העלייה בסביבת הריבית בשנים האחרונות משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי "זנב ארוך"⁴. להערכתנו, הענף ימשיך להיות חשוף לעומס רגולטורי הבא לידי ביטוי, בין היתר, ברפורמה בביטוחי הבריאות ועדכון לוחות התמורה, אשר גרם להקטנת הרווח לפני מס של החברה בכ-458 מיליון ₪ במהלך הרבעון השני של שנת 2024. בתרחיש הבסיס, אנו סבורים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, אולם תוך שחיקה מסוימת בהיקפי הפרמיות המורווחות ברוטו בטווח שבין כ-2%-4% בשנים 2024-2025, בעיקר בשל הרפורמות בביטוח מנהלים. שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיוותר נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו, צפויים לנוע בטווחים שבין כ-1.9%-3.4% וכ-2.6%-4.2%, בהתאמה, בטווח התחזית. שיעורי רווחיות אלו, ישליכו על בניה מתונה יחסית של הכרית ההונית, אולם להערכתנו, לא צפויה לכך השפעה מהותית על איכות הנכסים והלימות ההון, שיוותרו להערכתנו יציבים יחסית בטווח התחזית.

בנוסף לשיקולים לעיל, תחלופה גבוהה בתפקידי ההנהלה הבכירה והדירקטוריון מהווים שיקול נוסף לשלילה בדירוג. להערכתנו, אי-יציבות בהנהלת החברה ובדירקטוריון, לרבות תחלופה תדירה של נושאי משרה בשנים האחרונות, כאמור לעיל, משפיעה על יכולת החברה לפעול ולהגיב בסביבה עסקית משתנה, עלולה לפגום בניהולה התקין של החברה ולהשפיע על מיצובה, חוזק המותג, מעמדה התחרותי ותוצאותיה בטווח הקצר-בינוני. יחד עם זאת, בשנה וחצי האחרונות אוישו משרות המפתח בנהלה הבכירה לצד מתן תגמול הוני הכולל, בין היתר, הקצאת אופציות, וזאת כדי לייצר ולבסס תמריץ ארוך טווח לנושאי המשרה בקבוצה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

בד בבד, המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות, לצד חוסר ודאות לגבי היקף ומשך המלחמה הצפויים והשלכותיה על המשק הישראלי. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2024)⁵.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך בפיזור ובתמהיל הפעילות של החברה, לצד יציבות ניהולית לאורך זמן
- שיפור משמעותי ביחס לדרישות ההון הרגולטוריות, לצד שיפור משמעותי ומתמשך במדדי הרווחיות

³ חברת ביטוח תהא רשאית לחלק דיבידנד רק אם לאחר ביצוע החלוקה, לחברה יחס כושר פירעון של לפחות 100% לפי הוראות יישום משטר כושר פירעון כלכלי מבוסס סולבנסי 2 מחודש יוני 2017, כשהיחס מחושב ללא הוראות המעבר ובכפוף ליעד כושר הפירעון שקבע הדירקטוריון.

⁴ רכב חובה וחבויות.

⁵ [דוח מפורסם באתר מידרוג](#).

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בפרופיל העסקי של החברה - הן בנתחי השוק והן בפיזור הפעילויות
- שחיקה מתמשכת בפרופיל הפיננסי, בדגש על יחסי הלימות ההון, איכות נכסים והרווחיות

מגדל חברה לביטוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.06.2023	30.06.2024	מיליוני ש"ח
181,264	203,601	196,270	204,262	200,025	208,140	סה"כ נכסים
6,488	8,190	7,695	8,224	7,779	8,408	סה"כ הון המיוחס לבעלי המניות של החברה
524	1,702	(495)	529	84	185	סה"כ רווח (הפסד) כולל המיוחס לבעלי המניות של החברה
13,007	13,230	12,486	12,575	6,192	6,006	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
9,082	9,574	8,635	8,367	4,130	3,809	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
1,659	1,715	1,842	1,950	961	995	מתוכם בביטוח בריאות
2,266	1,941	2,010	2,258	1,101	1,202	מתוכם בביטוח כללי
12,240	12,440	11,562	11,696	5,737	5,501	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
7,441	21,272	(9,335)	14,447	8,673	8,031	סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה (כולל רווח כולל אחר)

166%	159%	133%	123%	140%	NR	יחס כושר פירעון [1]
91%	90%	72%	78%	78%	NR	יחס כושר פירעון ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה [2]

יחסים מותאמים של מידרוג

31%	28%	32%	33%	33%	34%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
4.7%	13.6%	(3.5%)	3.6%	1.2%	2.6%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [3]
4.0%	12.9%	(4.0%)	4.2%	1.4%	3.1%	רווח כולל לפרמיה ברוטו

[1] כולל התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה וכולל התאמת תרחיש מניות והשפעת פעולות הונית מהותיות שהתרחשו בתקופה שבין תאריך החישוב לתאריך פרסום דוח יחסי כושר פירעון. יחס כושר הפירעון בשנת 2020 מתייחס ליחס כושר הפירעון ללא הפעלת הפקטור של 80% שהוטל על החברה בעבר והוסר לעת עתה ביום 31 בינואר 2022.

[2] ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות, ובהתחשבות השפעת פעולות הונית מהותיות שהתרחשו בתקופה שבין תאריך החישוב לתאריך פרסום דוח יחס כושר פירעון.

[3] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות (ללא גזרים) והון עצמי המיוחס לבעלי המניות בתקופה, בגילום שנתי.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב המשתקף בגודלה המשמעותי של החברה, אולם מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך יחסית.

לחברה מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה טובה במערך ההפצה, התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור הכלכלי. החברה הינה אחד משני המבטחים המובילים בישראל לאורך זמן, ובעלת היקף נכסים מנוהלים משמעותי (כולל פנסיה וגמל) של כ- 368 מיליארד ₪⁶, ליום 30 ביוני 2024. גודלה של החברה מתבטא גם בנתח שוק משמעותי במונחי פרמיות שהורווחו ברוטו בחסכון ארוך טווח של כ-16% ליום 30 ביוני 2024, אשר מאופיין במגמת שחיקה בשנים האחרונות (כ-19% במוצע לשנים 2020-2022). שחיקה זו נבעה, בין היתר, ממגזר ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, נוכח הרגולציה והתחרות הגוברת בענף זה, שהתבטאו בין היתר, בקיטון במכירות פוליסות בתחום ביטוחי מנהלים, והעדפת מוצר הפנסיה לעומתם, כפי שמשתקף גם בעליית שיעור הפדיונות של המבוטחים בתחום ביטוחי המנהלים, אשר עמד על כ-4.8% בשנת 2023, לעומת כ-3.8% בשנת 2022 וכ-3.4% בשנת 2021. עם זאת, החברה הינה המבטח הגדול ביותר בתחום ביטוחי החיים, ומחזיקה בנתח שוק משמעותי לאורך זמן מסך פרמיות שהורווחו ברוטו במגזר זה (לא כולל דמי גמולים בפנסיה ובגמל), בשיעור של כ-29% נכון ליום 30 ביוני 2024.

לחברה שלוש רגליים משמעותיות לאורך זמן, כפי שמשתקף בתמהיל הפרמיות ברוטו ודמי הניהול ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024, כאשר המשמעותית שבהן היא תחום ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח (כ-69%), לצד ביטוח כללי (כ-17%) וביטוח בריאות (כ-14%). בד בבד, אנו בוחנים את פיזור ההכנסות לפי קו הפעילות⁷ הגדול ביותר (במונחי פרמיות ודמי ניהול) ביחס לסך קווי הפעילות, כאשר קו פעילות זה היווה כ-69% ומקורו ממגזר חיים וחסכון ארוך טווח, המשקף תמהיל הכנסות ריכוזי, המהווה להערכתנו גורם

⁶ על פי נתוני החברה.

⁷ מידרוג בוחנת ארבעה קווי פעילות וביניהם: ענפי הרכב (רכב חובה + רכב רכוש), ענפי הרכוש (רכוש אחר וחבויות), ענף חיים וחסכון ארוך טווח וענף הבריאות.

סיכון בחברה, בייחוד בשל העובדה כי חלק מהותי מתוך עתודות ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח כולל מנגנונים מבטיחי תשואה ותוחלת חיים, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים. יש לציין, כי עקב השחיקה במגזר ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח כאמור, חל שיפור בתמהיל ההכנסות כפי שמשקף בקו הפעילות הגדול ביותר (במונחי פרמיות ודמי ניהול) ביחס לסך קווי הפעילות (מגזר חיים וחסכון ארוך טווח), אשר עמד על כ-78% בשנת 2021. נציין, כי בשנת 2021 נגבו דמי ניהול משתנים בסך כ-1,259 מיליון ש"ח, לעומת אי-גביית דמי ניהול משתנים משנת 2022 ואילך.

ערוץ ההפצה והשיווק המשמעותי של החברה הינו באמצעות סוכני וסוכנויות ביטוח, לרבות באמצעות סוכנויות בבעלות החברה. בשונה מחברות אחרות בענף, לחברה מערך שיווק ישיר מצומצם יחסית למתחרים (למעט פנסיה וגמל), ואנו לא צופים כי חלקו של ערוץ הפצה זה מתוך תמהיל ערוצי השיווק יהיה מהותי בטווח הקצר. אנו סבורים, כי מבטחים שלא יאמצו חדשנות טכנולוגית ויתאימו את המודל העסקי לאורך זמן, עלולים לחוות שחיקה משמעותית במיצובם העסקי.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף בכלל ועל פוטנציאל ייצור ההכנסות בפרט. נוסף על כך, מדיניות מוניטרית הדוקה, המתאפיינת בסביבת אינפלציה וריבית גבוהות ביחס לשנים האחרונות, פוגעת בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, משפיעה על הצמיחה הענפית ועל רווחי החברה. בד בבד, המלחמה הובילה לשורה של השלכות והגבלות, אשר כפועל יוצא, הובילו לצמצום הפעילות במשק. מנגד, העלייה בסביבת הריבית משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי "זנב ארוך". בתרחיש הבסיס, אנו סבורים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, אולם תוך שחיקה מסוימת בהיקפי הפרמיות המורווחות ברוטו, בטווח שבין כ-2%-4% בשנים 2024-2025, בעיקר בשל הרפורמות בביטוח מנהלים.

מגזר ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח צפוי להיות מושפע, מחד גיסא, מהמשך התעצמות התחרות במוצרי חסכון ארוך טווח (בעיקר במוצר ה-"ריסקים") ומהתקנות להגבלת ההפקדה לביטוח מנהלים⁸ שנכנסו לתוקף בחודש ספטמבר 2023, ואשר צפויות להמשיך להעיב על פוטנציאל הצמיחה בהיקפי הפרמיות בענף. מאידך גיסא, השפעות אלו תתמתנה לאור שוק עבודה הדוק, אשר יתרום להמשך ההפקדות השוטפות במגזר זה.

במגזר הבריאות אנו מניחים כי קצב צמיחת הפרמיות, יושפע, מחד גיסא, מכניסתן לתוקף של ההוראות לעניין מעבר מבטחים בפוליסות ביטוח ניתוחים "השקל הראשון" לפוליסות ביטוח ניתוחים "משלים שב"ן", ומאידך גיסא, מהמשך הביקוש בשירותי בריאות פרטיים, תוך התמקדות החברה בענפי הפרט הרווחיים יותר. עם זאת, המשך התחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה ימשיכו ליצור לחץ מחירים מסוים במגזר זה, כאשר תיק סיעודי פרט הקיים (ששווק בעבר) ימשיך לשמור על יציבות מסוימת בטווח התחזית.

במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים צמיחה בהיקפי הפרמיות של החברה, בשיעורים שינועו בטווח שבין כ-5%-11% בשנה, בתקופת התחזית. צמיחה זו נובעת בעיקר מסביבה אינפלציונית גבוהה, וכן מתמורות בענף רכב רכוש בשנים האחרונות, אשר תמכו בהתייקרות הפרמיות (והתביעות) בתקופת התחזית וכן מזכיית החברה במכרז החשכ"ל לביטוח רכבי עובדי המדינה בשנת 2025⁹. לצד זאת, המשך צמיחה בפעילות הכלכלית ובשוק העבודה, צפויה להשפיע לחיוב על שיעורי הצמיחה במגזרי הרכוש והחבויות, וכפועל יוצא, על היקפי הפרמיות בתחומים אלו.

פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג, אולם ממשיך להיות מושפע לשלילה מסיכון גבוה יחסית בתיק החיים הישן

נכון ליום 31 בדצמבר 2023, שיעור העתודות ב-"סיכון גבוה" כהגדרתנו בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך עמד על כ-29%, אשר סביר ביחס לדירוג. לחברה סיכון מוצרים גבוה יחסית במגזר זה, בשל מרכיב עתודות מהותי של קצבה עם מקדמים מובטחים תלויי תשואה, המאופיינים ברמת סיכון בינונית כהגדרתנו, כאשר כ-88% מסך העתודות לאורך זמן מוגדרות על ידנו בסיכון בינוני-גבוה, נוכח מנגנוני הבטחת תשואה ו/או תוחלת חיים. סיכון זה, חושף את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם, שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים. בטווח הקצר-בינוני, אנו לא צופים שינוי מהותי בתמהיל העתודות הצפוי. עם זאת,

⁸ התקנות קובעות כי ההפקדה ל-"ביטוח מנהלים" למצטרפים חדשים, תוגבל בתנאי ששכרם גבוה מפי שניים מהשכר הממוצע במשק.

⁹ ראו תוצאות מכרז החשכ"ל לשנת 2025 ע"י משרד האוצר שהתפרסמו בחודש אוקטובר 2024.

השינויים הרגולטוריים¹⁰ באופן חישוב עתודות ה-LAT מיתנו, במידה מסוימת, את רגישות העתודות הביטוחיות בגין התיקים הארוכים בפוליסות ביטוחיים ובריאות, לתנודות בעקום ריבית חסרת סיכון.

סיכון המוצרים בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר, מוערך על ידנו כטוב ביחס לדירוג, כאשר כ-67% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2024, הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר"¹¹. אלו מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים עם "זנב ארוך", המאופיינים באי-ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר, בשל חשיפתם לשינויים בסביבה העסקית. פרופיל הסיכון נתמך בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבוטחים גדולים, המהווים כ-6% בממוצע מסך הפרמיות המורווחות ברוטו, בשנים 2020-2023. עם זאת, מודל הפעילות מוטה ביטוחי החיים מייצר הטיה מסוימת, כאשר לחברה קיימת חשיפה גבוהה יחסית ללקוחות גדולים בתחומי ביטוח כללי ובריאות, שהיוו כ-27% וכ-11% מתמהיל הפרמיות במגזרים אלו, בהתאמה. חשיפות אלה עלולות להעצים את הסיכונים הביטוחיים והענפיים לאורך המחזור הכלכלי ומגבילות תמחור מותאם סיכון, נוכח כוח מיקוח הלקוחות, אולם נמוכות ביחס לקבוצת ההשוואה.

החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים, עם חשיפה סבירה יחסית בשייר בקורות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ-2.4% מההון העצמי ליום 31 בדצמבר 2023. להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים ביחס לדירוג ונתמכים בדרישות רגולטוריות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 ובפרט נדבך שני (ORSA), משפר להערכתנו את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה ובענף כאחד, יכול לתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמידת ההון הכלכלי, למרות תנודתיות ההון הכלכלי תחת משטר סולבנסי 2. בנוסף, מידרוג מצפה כי החברה תמשיך לשים דגש רב על ניהול סיכונים תפעוליים בשנים הקרובות, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח, וכן בתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר¹².

איכות הנכסים הולמת ביחס לדירוג, חרף עלייה ניכרת בנכסי הסיכון של החברה ביחס לכרית הספיגה

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד להערכתנו על תיאבון לסיכון מתון ביחס לדירוג וביחס לקבוצת ההשוואה כאחד, כפי שמשקף ביחס "נכסי סיכון"¹³ להון עצמי, של כ-85% ליום 30 ביוני 2024, אולם יחס זה הושפע לרעה במהלך השנים האחרונות (2021: 56%, 2022: 76%) מעלייה בחשיפה לנכסי סיכון, בדומה למגמה בענף, הנובעת להערכתנו בעיקר נוכח התחרות הגוברת, אשר יצרה תמריץ בקרב המבטחים לשיפור התשואות בתיקי העמיתים והנוסטרו, וזאת על אף גידול בכרית ההונית בשנת 2023 ובחציון הראשון של שנת 2024, המהווה כרית ספיגה אפשרית כנגד סיכונים אלו. נכון ליום 30 ביוני 2024, תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו כלל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-62% (לרבות אגרות חוב מיועדות - ח"צ), קרנות השקעה בשיעור של כ-8%, אג"ח קונצרני סחיר בישראל בדירוג גבוה של כ-7% ומזומנים ושווי מזומנים בשיעור של כ-6%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית.

שיעור הנכסים הבלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר מההון העצמי, עמד על כ-34% ליום 30 ביוני 2024, כאשר יחס זה הולם ביחס לדירוג וטוב ביחס לממוצע קבוצת ההשוואה. להערכתנו, בשנות התחזית לא צפוי שינוי מהותי ביחס זה, נוכח תמהיל הפעילות הצפוי, בהתאם להערכתנו בקשר עם בניית הכרית ההונית בתקופת התחזית.

הלימות ההון של החברה נמוכה ביחס לדירוג ומושפעת לשלילה מיחסי כושר פירעון נמוכים ביחס לדירוג ולענף כאחד

יחס הון למאזן (ללא נכסים עבור חוזים תלויי תשואה) עמד על כ-13.6% נכון ליום 30 ביוני 2024, ובולט לחיוב ביחס לדירוג. להערכתנו, בטווח הקצר-בינוני היחס צפוי להיוותר יציב ו/או להשתפר, וזאת כתוצאה מהמשך התבססות הכרית ההונית של החברה. הלימות ההון של החברה משתקפת גם בעודפי הון ביחס לדירקטיבת סולבנסי 2, כאשר יחסי כושר הפירעון (SCR) ליום 31 בדצמבר 2023, עמדו על כ-123% (בהתחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח) וכ-78% (ללא התחשבות

¹⁰ עדכון הוראות החוזר המאוחד - הקצאת נכסים שאינם בשווי הוגן בעת חישוב בדיקת נאותות העתודה (LAT).

¹¹ רכב רכוש, רכוש אחר ובריאות לזמן קצר.

¹² ראו דוח קשור של מידרוג בנושא זה: [נזקי המוניטין בעקבות מתקפות סייבר עלול לנכות מחיר עסקי מחברות](#).

¹³ נכסים בסיכון גבוה כוללים 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, סיכונים שוק או סיכונים נזילות.

בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הונית לאחר תאריך הדיווח). הראשון, נמוך ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה והאחרון בולט לשלילה ביחס לקבוצת ההשוואה ולענף כאחד, כאשר בשנים האחרונות החברה התקשתה לבנות את הכרית ההונית (הכלכלית), אשר הושפעה מגורמים אקסוגניים משמעותיים, בין היתר, נוכח תמהיל הפעילות הקיים, ומעיבה להערכתנו על הגמישות העסקית של החברה. נציין כי, בחודש מאי 2021, קבע דירקטוריון החברה מדיניות הון, לפיו החברה תשאף לפעול ביחס כושר פירעון (בהתחשבות בהוראות הפריסה) בטווח שבין 155%-175%. במרץ 2024, דירקטוריון החברה את עדכן את מדיניות ההון כך שיעד יחס כושר הפירעון המינימלי יעמוד על 115% ויבנה בהדרגה עד ליחס של 140% בתום תקופת הפריסה (תום שנת 2032). בטווח התחזית, אנו צופים כי החברה תמשיך לבנות את הכרית ההונית, אשר תיוותר תנודתית ותושפע גם מגורמים אקסוגניים, ביניהם עקום הריבית, פוטנציאל רווחים נמוך והשפעות פיננסיות, כאמור. מנגד, אנו סבורים כי לחברה קיימים כלים על מנת להתמודד עם שחיקה אפשרית ביחסי כושר הפירעון, הכוללים בין היתר, מילוי המחסנית האפשרית של הון רובד 2 (תחת מגבלת 40% מה-SCR) וכלים מפחיתי סיכון נוספים.

מדדי הרווחיות נמוכים ביחס לדירוג ותנודתיים בשל חשיפה לגורמים אקסוגניים; מנגד, חל שיפור ברווח החיתומי במגזר הביטוח הכללי במחצית הראשונה של שנת 2024

החברה מאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים ביחס לדירוג, המוגבלים בין היתר, בשל רווחיות חיתומית נמוכה בשנים האחרונות, כפי שמשקף ביחס משולב בשייר בביטוח הכללי, של כ-106% בממוצע בשנים 2019-2023, לעומת כ-98% בממוצע בקרב קבוצת ההשוואה באותה תקופה. עובדה זו, מייצרת תנודתיות גבוהה ברווחיות נוכח חשיפה לגורמים אקסוגניים ובפרט לעקום הריבית, לשוק ההון ולרגולציה. עם זאת, נכון למחצית הראשונה של שנת 2024, חל שיפור ברווחיות החיתומית של החברה בביטוח הכללי, כפי שמשקף ביחס המשולב בשייר של כ-96% לאותה תקופה, לעומת כ-119% בתקופה המקבילה אשתקד, הנובע בעיקר משיפור ביחס התביעות ומיישום התוכנית האסטרטגית של החברה. כפועל יוצא, יחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו של החברה עמדו בממוצע על כ-4.8% וכ-4.4%, בהתאמה¹⁴, בין השנים 2019-2023.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו צופים המשך שיפור ברווחיות החיתומית של החברה ביחס לשנים עברו, לאור המשך יישום התוכנית האסטרטגית של החברה. עם זאת, אנו צופים כי הסביבה העסקית שמושפעת מהשלכות המלחמה וכן מסביבה מאקרו-כלכלית מאתגרת, אשר תמשכנה להעיב על ענף הביטוח ובפרט, על פוטנציאל ייצור הרווחים ויכולת בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון, לצד חשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות, כפי שבא לידי ביטוי, בין היתר, ברפורמה בביטוחי הבריאות וכן בעדכון לוחות התמורת, בהתאם לתיקון הוראות החוזר המאוחד לעניין מדידת התחייבויות - עדכון מערך ההנחות הדמוגרפי בביטוח חיים ובקרנות הפנסיה¹⁵, אשר התפרסם בחודש יולי 2024 וגרם להקטנת הרווח לפני מס של החברה בכ-458 מיליון ₪.

במגזר ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח, אנו צופים המשך תנודתיות ברווחים, נוכח חשיפה ניכרת לגורמים אקסוגניים, כאמור. כמו כן, המשך המלחמה, התעצמות התחרות במסגרת מוצרי חסכון ארוך טווח (בעיקר במוצר ה-"ריסקים") והתקנות להגבלת ההפקדה לביטוח מנהלים, שנכנסו לתוקף מיום 1 בספטמבר 2023, צפויות להעיב על פוטנציאל הצמיחה בהיקפי הפרמיות בענף ועל רווחיותו. יש לציין, כי החברה לא רשמה דמי ניהול משתנים מתחילת שנת 2022, ונכון למועד פרסום הדוח הכספי ליום 30 ביוני 2024, אומדן החברה לדמי הניהול שלא ייגבו בשל תשואה ריאלית שלילית וזאת עד להשגת תשואה חיובית מצטברת, הסתכם בכ-0.7 מיליארד ₪, ובשל התנודתיות הרבה בשווקים, אנו מעריכים כי קיימת אי-ודאות בנוגע ליכולת גביית דמי ניהול משתנים בטווח הקצר.

מגזר ביטוח הבריאות צפוי להמשיך להיות מושפע ממיקוד עסקי של רוב החברות בענף בסגמנטים הרווחיים ומתמורות רגולטוריות, לרבות כניסתן לתוקף של ההוראות לעניין מעבר מבטחים בפוליסות ביטוח ניתוחים "השקל הראשון" לפוליסות ביטוח ניתוחים "משלים שב" וכן מבנה פוליסה אחידה, אשר צפויות להעצים את תחרות המחירים ולגרום ללחץ על הרווחיות במגזר זה.

¹⁴ בהתחשב בתיקון רטרופקטיבי להשפעת חוזר ה-LAT על תוצאות שנת 2019.

¹⁵ [תיקון הוראות החוזר המאוחד לעניין מדידת התחייבויות - עדכון מערך ההנחות הדמוגרפי בביטוח חיים ובקרנות הפנסיה](#)

במגזר הביטוח הכללי, אנו צופים כי רמת התחרות תיגבר, הן מצד החברות המסורתיות והן מצד החברות הישירות, על אף עלויות תעריפים משמעותיות. אנו מעריכים כי שיפור הרווחיות יוכל לנבוע משיפור ביעילות התפעולית תוך שליטה טובה יותר במבנה ההוצאות התפעוליות, בין היתר, באמצעות שימוש גובר בכלים טכנולוגיים, לצד התייעלות התביעות ושימוש במוסכי הסדר. כפועל יוצא, שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיות נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו, צפויים לנוע בטווחים שבין כ-1.9%-3.4% וכ-2.6%-4.2%, בהתאמה, בטווח התחזית.

פרופיל הנזילות הולם ביחס לדירוג, לצד גמישות פיננסית נמוכה ביחס לדירוג

פרופיל הנזילות של החברה הולם ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של 2.0x בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות, הצפויות להיפרע בטווח הקצר. לאור תמהיל העסקים של החברה המוטה ביטוחי חיים, באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הארוך (ביטוח חיים וחסכון א"ט) וחלקן בטווח הקצר (ביטוח כללי), כאשר בטווח התחזיתי, אנו מניחים פירעון מוקדם מלא של כתבי התחייבויות נדחים (סדרה ו'), ומחזור החוב כנגדם, כך שלא יחול שינוי משמעותי ביחס המינוף בשנות התחזית. לפיכך, החברה תמשיך להערכתנו להישאר קרובה למגבלת ההכרה הרגולטורית במכשירי הון רובד 2 (40% מה-SCR). מנגד, לחברה גמישות פיננסית נמוכה ביחס לדירוג וזאת, בין היתר, בשל צרכי שירות החוב של בעלת היתר השליטה בחברה - אליה הנפקות, כאשר המבטח, הינו המקור התזרימי לשירות החוב שלה (באמצעות חברת האם), לצד מגדל שוקי הון. תלות גבוהה זו עלולה לפגום בפוטנציאל בניית הכרית ההונית ותיאבון הסיכון של החברה, אולם סיכון זה ממותן נוכח משטר ההון סולבנסי 2, אשר מחזק את ניהול ההון והסיכונים של החברה. להערכתנו, החברה לא צפויה לחלק דיבידנדים בתקופת התחזית, בשל יחס כושר פירעון (ללא הוראות המעבר) אשר עמד על כ-78% נכון ליום 31 בדצמבר 2023 ואינו מאפשר חלוקת דיבידנדים. להערכתנו, לחברה קיימים כלים נוספים על מנת להתמודד עם שחיקה אפשרית ביחסי כושר הפירעון, אשר תומכים במידה מסוימת בגמישותה הפיננסית. מנגד, כלים אלו עלולים ליצור לחץ על הפרופיל הפיננסי ומדדי הרווחיות, במידה והחברה תשתמש בהם.

ביום 31 באוקטובר 2022, דיווחה חברת האם על כך שמנכ"ל החברה, מר שגי יוגב, הודיע על רצונו לסיים את כהונתו, לאחר שהחל לכהן בתפקיד רק מיום 21 בנובמבר 2021 (לאחר שהחליף את מר רן עוז). בנוסף, ביום 9 בנובמבר 2022, דיווחה חברת האם מכתב מטעם מר רון-טל יפתח, על כוונתו לסיים את כהונתו כיו"ר הדירקטוריון. אירועים אלו מצטרפים לתחלופה גבוהה בתפקידי יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה בשנים האחרונות. כמו כן, ביום 10 לנובמבר 2022, דיווחה חברת האם כי התקבל מכתב מהממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון (להלן: "הממונה") בעניין כשלים וליקויים בממשל התאגידי וחוסר יציבות ניהולית¹⁶. ביום 17 בינואר 2023, החל מר כרמי גילון לכהן כיו"ר דירקטוריון זמני של החברה. ביום 15 בפברואר 2023, הסתיימה כהונתו של מר שגי יוגב כמנכ"ל החברה, ובאותו יום החל מר רון אגסי לכהן כמנכ"ל החברה. בנוסף לכך, ביום 19 באוקטובר 2023, דיווחה החברה על מינויו של פרופ' אמיר ברנע כיו"ר דירקטוריון קבוע של החברה. להערכתנו, שינויים תכופים אלו בקרב נושאי משרה בכירים בחברה משפיעים על יציבותה, על היכולת ליישם אסטרטגיה, על הפיתוח העסקי, ואף יוצרים סיכון מוניטין. בד בבד, היות וענף הביטוח בישראל מפוקח באופן הדוק, לרבות בענייני ממשל תאגידי, אנו סבורים כי איכות הממשל התאגידי בחברה עודנה סבירה. נציין כי ביום 16 במאי 2024, דיווחה חברת האם כי התקבל מכתב מהממונה, בו הודיע הממונה כי כוונת הרשות לערוך ביקורת בחברה בנושא ממשל תאגידי, באמצעות עובדי הרשות ומבקר חיצוני.¹⁷

ביום 23 במאי 2023, אימץ דירקטוריון החברה האם תוכנית תגמול הונית, המאפשרת הענקת תגמול הוני וכוללת, בין היתר, הקצאת אופציות לנושאי משרה, וזאת כדי לייצר ולבסס תמריץ ארוך טווח לנושאי המשרה בקבוצה. בנוסף, החברה פרסמה כי נכון לסוף שנת 2022, החלה בתהליך גיבוש ובנייה של תוכנית אסטרטגית ולצורך כך, התקשרה עם חברת יעוץ בינלאומית. במהלך החודשים אפריל ומאי 2023, אושרו עקרונות המתווה של התוכנית האסטרטגית על ידי הדירקטוריון, כאשר בשנת 2024 החלה החברה ביישום התוכנית האסטרטגית כאשר המטרות העיקריות של התוכנית הינן להשיג ערך לבעלי המניות, מיקוד במתן ערך ופיתוח קשר עם הלקוחות, שיפור ברווח החיתומי, לצד שיפור התשואה ומוצרי החברה. להערכתנו, המשך יישום התוכנית יתמוך בגמישותה הפיננסית של החברה.

¹⁶ ראו [דיווח מאתר מאיה בנושא](#).

¹⁷ ראו [דיווח מאתר מאיה בנושא](#).

שיקולים נוספים לדירוג

מח"מ התחייבויות ארוך יחסית, התומך בפרופיל הנזילות

לחברה מח"מ התחייבויות ארוך יחסית, אשר תומך מאוד בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה כאחד. להערכתנו, מבטחים המאופיינים במח"מ התחייבויות ארוך וללא אופציות PUT לבעלי הפוליסה לקריאה לכסף, פחות חשופים לסיכון נזילות וקיימת להם יכולת תגובה טובה יותר לאורך זמן, עובדה התומכת בשרידותם 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, להערכתנו ההון הכלכלי של חברות אלו עשוי להיות פחות חשוף לתנודתיות שוק קצרת טווח.

תחלופה גבוהה בתפקידי ההנהלה הבכירה והדירקטוריון עלולה לפגוע במעמדה העסקי של החברה

להערכתנו, אי-יציבות בהנהלה ובדירקטוריון החברה, כמפורט לעיל, לרבות תחלופה תדירה של נושאי משרה בשנים האחרונות, משפיעה על יכולת החברה לפעול ולהגיב בסביבה עסקית משתנה, עלולה לפגוע בניהולה התקין של החברה ולהשפיע על מיצובה, חוזק המותג, מעמדה התחרותי ותוצאותיה בטווח הקצר-בינוני. להערכתנו, אי-יציבות זו בהנהלה הבכירה ובדירקטוריון החברה, אינה הולמת את דירוג החברה ועל כן מהווה שיקול נוסף לשלילה בדירוג.

שיקולי ESG

שיקולי סביבה: חברות הביטוח בישראל, ובפרט מבטחים הפועלים בענף ביטוח כללי, חשופים לסיכונים אשר עלולים להתממש נוכח שינויי אקלים. קיימת חשיפה פוטנציאלית של שינויי האקלים על התדירות והחומרה של אסונות טבע (רעידות אדמה, שריפות, שיטפונות וכדומה), אשר עלולים לגבות הפסדים משמעותיים ולהשפיע על המודלים האקטואריים, כאשר להערכתנו, קיים קושי לאמוד את השפעתם של אירועי האקלים ככל ויתממשו, ועל כן משליכים על אי-הוודאות הנגזרת מסיכון זה. בעוד שיכולת המבטחים לתמוך מחדש בדרך כלל פוליסות ביטוח על בסיס תקופתי, השכיחות העולמית הגוברת של הפסדי קטסטרופה הקשורים לשינויי האקלים והצטברות של סיכונים אלו, יוצרים מורכבות נוספת בנושא חיתום וניהול סיכונים. מנגד, חשיפות אלו ממותנות בעיקר כתוצאה משימוש בביטוח משנה להעברת סיכונים, אולם לחברות הביטוח קיימת חשיפה עקיפה באמצעות איתנותם הפיננסית של מבטחי המשנה, אשר מבטחים את חברות הביטוח המקומיות כאמור, ופגיעה בהם עלולה ליצור סיכון נוסף עבור חברות הביטוח בענף. אנו סבורים כי סיכונים אלו מקבלים ביטוי הולם במטריצת הדירוג ובפרט בפרמטר "סיכון מוצרים-ביטוח כללי ובריאות ז"ק" וכן ביחס כושר הפירעון, אשר מביא לידי ביטוי תרחישים שונים ביחס להון הנדרש מהחברה.

שיקולים חברתיים: חברות הביטוח בישראל, ובפרט מבטחים הפועלים בענפי ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח והבריאות, חשופים לשינויים דמוגרפיים וחברתיים משמעותיים, ובהם: אריכות ימים ועלייה בשיעור התחלואה. בהתאם לכך, לעלייה בתוחלת החיים עקב קיטון בשיעורי תמותה לאחר גיל הפרישה, השפעה על תקופת תשלומי הקצבה העתידיים (בעיקר עם התפתחות צבירה בפוליסות עם מקדם מובטח), ולפיכך צפויים לגרור לעלייה בעתודות הנדרשות כנגד תשלומים אלו. כמו כן, גידול בשיעורי התמותה למבטחים בביטוח חיים הכוללים פיצוי במקרה מוות ("ריסק"), לרבות במקרה של קטסטרופה, עלול להשפיע על הפסד מידי ועל שווי התיק. לגידול בתחלואה לרבות סיעוד, אובדן כושר עבודה וביטוח תרופות, השפעה מהותית אף היא על היקף הרווח של חברות הביטוח. אנו סבורים כי סיכונים אלו מקבלים ביטוי הולם במטריצת הדירוג ובפרט, בפרמטר "סיכון מוצרים-ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, סיעוד ובריאות ז"א", וכן ביחס כושר הפירעון, אשר מביא לידי ביטוי תרחישים שונים ביחס להון הנדרש מהחברה.

שיקולי ממשל תאגידי: להערכתנו, סיכוני ממשל תאגידי נושאים השפעה מהותית על ענף הביטוח ובפרט על החברה. להערכתנו, סיכונים אלו התמששו בשל תחלופה גבוהה בתפקידי יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה בשנים האחרונות, כאשר רציפות ניהולית וניסיון ההנהלה, עצמאות הדירקטוריון ובכלל זה, נושאים כגון מבנה האחזקות והתנהלות בעלי השליטה בחברה, מהווים פרמטרים חשובים. טלטלה משמעותית בהנהלה הבכירה או בדירקטוריון, עלולים להעלות את סיכון החברה.

שיקולים מבניים

מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, העוגן לדירוג החובות הנחותים (הון משני מורכב והון רובד 2) הינו דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), ממנו אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו החוזיים. אנו מפחיתים שתי רמות דירוג (נוטשים) מה-IFS של המבטח לדירוג הון רובד 2. הפחתת הנוטשים מגלמת את הנחיתות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס ל-IFS וכן, את השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם (בטריגר החוזי ל-"נסיבות משהות", או לפי שיקול דעת המפקח על הביטוח). עבור מכשירי הון רובד 2, אנו מעריכים כי אי-הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל-"נסיבות משהות" הינה נמוכה מהותית מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה, ולפיכך היא לא גולמה בהורדת נוטש נוסף. "נסיבות משהות" מוגדרות על פי חוזר סולבנסי כיחס כושר פירעון העומד על כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה, לאחר התאמת תרחיש מניות. יחס כושר הפירעון של החברה בתקופת הפריסה, הכולל השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח, עמד על כ-123% נכון ליום 31 בדצמבר 2023, כמוזכר לעיל.

מטריצת הדירוג

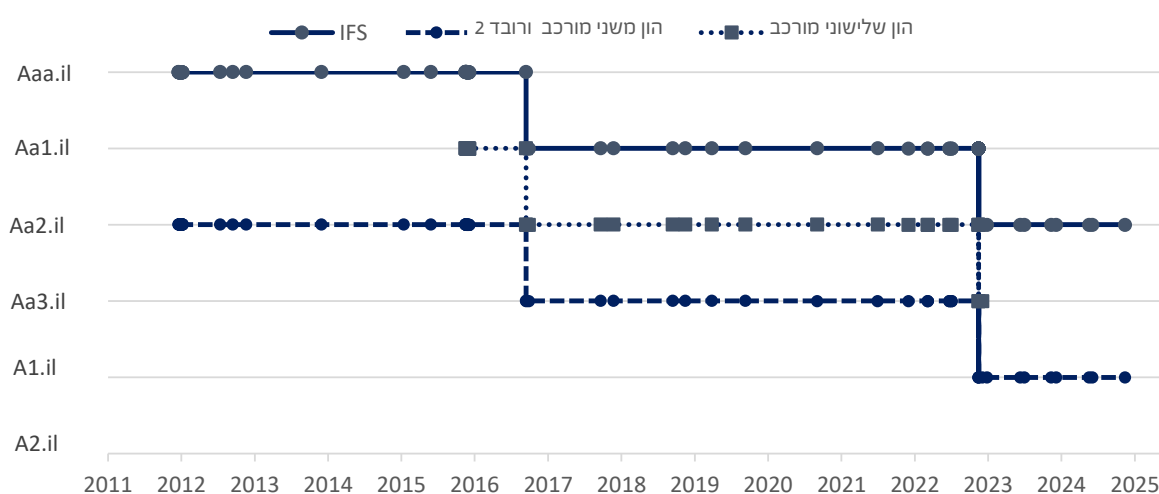
תחזית מידרוג [1]		ליום 30.06.2024				
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	תת פרמטר	פרמטר	קטגוריה
Aaa.il	~16%	Aaa.il	16%		מיצוב עסקי	פרופיל עסקי
Aa.il	-	Aa.il	-		ערוצי הפצה	
A.il	~69%	A.il	69%		פיזור הכנסות	
Aaa.il	~67%	Aaa.il	67%		סיכון המוצרים - ביטוח כללי ובריאות ז"ק	פרופיל סיכון
Aa.il	~29%	Aa.il	29%		סיכון המוצרים - ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, סיעודי ובריאות ז"א	
Aaa.il	~6%	Aaa.il	6%		שיעור חשיפה לקולקטיבים ומפעלים גדולים (קבוצתי מסך הפרמיות)	
Aa.il	-	Aa.il	-		מדיניות ניהול סיכונים	
Aa.il	~85%	Aa.il	85%	נכסים בסיכון / הון עצמי	איכות נכסים	פרופיל פיננסי
Aa.il	~34%	Aa.il	34%	DAC חיים + נב"מ / הון עצמי		
Baa.il	130%-120%	Baa.il	123%	% עודף הון על הדרישות הרגולטוריות [1]	הלימות ההון	
Aaa.il	~14%	Aaa.il	13.6%	הון עצמי / סך הנכסים במאזן (ללא תלוי תשואה)		
A.il*	3.4%-1.9%	A.il	2.6%	תשואה על מקורות מימון (ROC)	רווחיות	
Aa.il*	4.2%-2.6%	A.il	3.1%	רווח כולל לפרמיה ברוטו		
Aa.il	2.0x	Aa.il	2.0x	יחס נזילות (ללא תלוי תשואה)	נזילות	
A.il	-	A.il	-		גמישות פיננסית	
Aa3.il				הערכת איתנות פיננסית נגזרת		
Aa2.il				הערכת איתנות פיננסית בפועל		

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.
* בחישוב הציון נלקח בחשבון טווח התחזית ותוצאות שנים עברו.

אודות החברה

מגדל חברה לביטוח בע"מ, באמצעות חברות הבנות שלה (להלן: "הקבוצה"), פועלת בעיקר בתחום הביטוח, הפנסיה והגמל. פעילות הביטוח של הקבוצה, מתבצעת באמצעות החברה. פעילות הפנסיה והגמל של הקבוצה, מתבצעת באמצעות חברות הבנות של החברה: מגדל מקפת קרנות פנסיה וקופת גמל בע"מ. הקבוצה מחזיקה גם בסוכנויות ביטוח, באמצעות מגדל אחזקות וניהול סוכנויות ביטוח בע"מ, שהינה בשליטה מלאה של החברה. בעלת המניות (100%) בחברה הינה מגדל אחזקות, הנשלטת על ידי מר שלמה אליהו (בעל השליטה הסופי בחברה), אשר מחזיק יחד עם גברת חיה אליהו בכ-60.9% מהון המניות של מגדל אחזקות, באמצעות חברות פרטיות בשליטתו (אליהו הנפקות המחזיקה בכ-54.75% וחברת פרויקט גן העיר המחזיקה בכ-6.15%). מנכ"ל החברה הינו מר רונן אגסי ויו"ר הדירקטוריון הינו פרופ' אמיר ברנע.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מגדל חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

[אליהו הנפקות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דו"ח מתודולוגי, מאי 2022](#)

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דו"ח מיוחד, אוקטובר 2024](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	20.11.2024
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	04.06.2024
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	18.12.2011
שם יוזם הדירוג:	מגדל חברה לביטוח בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	מגדל חברה לביטוח בע"מ

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 גבוה 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").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.