

מגדל חברה לביטוח בע"מ

מעקב | ספטמבר 2018

אנשי קשר:

עומר פורמברג, ראש צוות - מעריך דירוג ראשי
omer@midroog.co.il

אילאיל שטנר, אנליסטית - מעריכת דירוג משנית
ilil@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

מגדל חברה לביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	Aa2.il(hyb)	הון שלישוני מורכב
אופק דירוג: יציב	Aa3.il(hyb)	הון משני מורכב והון רובד 2 ¹

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa1.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של מגדל חברה לביטוח בע"מ (להלן - "החברה") ומותירה על כנם דירוגים של Aa2.il(hyb) לכתבי התחייבות נדחים (הון שלישוני מורכב) ו-Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב והון רובד 2) שהנפיקה החברה באמצעות מגדל ביטוח גיוס הון בע"מ. דירוגים אלו מגלמים את הנחיתות המבנית של חובות אלו ביחס לדירוג ה-IFS, את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	סוג הון מוכר ²	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.12.2021	משני מורכב	יציב	Aa3.il(hyb)	1125483	א
31.12.2024	משני מורכב	יציב	Aa3.il(hyb)	1127562	ב
31.12.2027	משני מורכב	יציב	Aa3.il(hyb)	1135862	ג
31.12.2027	שלישוני מורכב	יציב	Aa2.il(hyb)	1137033	ד
30.06.2029	משני מורכב	יציב	Aa3.il(hyb)	1139286	ה
31.12.2030	רובד 2	יציב	Aa3.il(hyb)	1142785	ו

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי חזק, הנתמך בגודלה של החברה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, במובילות שוק בענף החיסכון ארוך טווח ובנתחי שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח (מעל 10%), שליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, המהווה פוטנציאל ליצור הכנסות עתידיות. עם זאת, הפרופיל העסקי מוגבל בפיזור קווי עסקים נמוך יחסית עם ריכוזיות הכנסות גבוהה בענף ביטוח החיים המהווים כ-70% מסך הפרמיות לאורך זמן. פרופיל הסיכון סביר ביחס לדירוג, נוכח חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים מסך הפרמיות ברטו, סיכון מוצרים נמוך בביטוח כללי, ושיפור מתמשך באיכות ניהול הסיכונים לאור הטמעת תהליכים תומכי סולבנסי 2 ושיפור ביחסי הילמות ההון. מנגד, פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מסיכון מוצרים גבוה בביטוח חיים ובריאות ומהיקף החוב ברמת הקבוצה. הפרופיל הפיננסי של החברה הולם לדירוג ונתמך מחד בכרית הונית הולמת ופרופיל נזילות טוב, לצד שיפור באיכות הנכסים, אך מנגד הגמישות הפיננסית והרווחיות עדיין נמוכות ביחס לדירוג. על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי עם עמידה בעודף הון של 107% על בסיס נתוני 30 ביוני 2018 בתרחיש הקיצון השני בחומרנו מתוך חמישה (ללא שינוי ביחס למועד המעקב הקודם). 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 מבטיח תשואה, כללי והון). כמו כן, בהתאם להוראות סולבנסי 2 עמד יחס ה-SCR ליום 31 בדצמבר 2016 על כ-93% ו-160% ללא ועם הוראות מעבר בהתאמה המשקף חוסר של כ-0.9 מיליארד ₪ ביחס לדרישות הסופיות. חוסר זה, כבר הושלם על ידי הנפקת הון רובד 2 בסוף שנת 2017 בסך של כ-1.1 מיליארד ₪, זאת מבלי להביא בחשבון את השפעת פעילות החברה ותוצאותיה בשנת 2017 ובמחצית הראשונה של שנת 2018, על תמהיל ההשקעות וההתחייבויות הביטוחיות והשפעות אקסוגניות כגון שינוי של עקום הריבית חסרת הסיכון ושינויים רגולטוריים המשפיעים על ההון הכלכלי ועל דרישות ההון תחת דירקטיבת הסולבנסי. עובדה זו תומכת בשיפור פרופיל הסיכון ובגמישות העסקית של החברה. יחס כושר הפירעון האמור אינו בולט לחיוב ביחס לקבוצת השוואה, אך אנו סבורים כי לחברה קיימים מספר כלים נוספים וגמישות מספקת לבניית מרווח מעל החסם הרגולטורי ובהם צבירת הון מהפעילות השוטפת, המשך הפחתת הסיכונים

¹ רובד 2 המוכר תחת דירקטיבת סולבנסי 2 והונפק החל מיוני 2017

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

בתיק הנוסטרו, התאמה מסוימת בתמהיל המוצרים, רכישת ביטוחי משנה ועוד. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לבנות ולשמר מרווח ביטחון מספק לרבות במדיניות דיבידנד עתידית ככל שתהייה אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנודתיות הצפויה של היחס. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2018-2019, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת. זו תמשיך להיות מושפעת לחיוב להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.5% עד 3.7% בשנים 2018-2019) ושיעור אבטלה נמוך ויציב, התומכים בהמשך שיפור בשכר הריאלי. מנגד, סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות מסוימת בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה 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 שאלה ימתנו במידה מסוימת את התחרות בשוק. אנו מניחים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי והיקף הפרמיות המורווחות ברוטו מפעילות אורגנית יצמח בכ-10% במצטבר בשנים 2018-2019, כאשר מחולל הרווח המרכזי יותר ענף ביטוח החיים. פוטנציאל ייצור הרווח תלוי באופן מהותי בגורמים אקסוגניים ומוגבל כאמור בהשגת תשואות משוק ההון וסביבת עקום הריבית. בתרחיש זה, יחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 3%-5% ו-0.2%-0.3% בהתאמה, בשנתיים הקרובות. נציין, כי הדירוג מגלם הטבה בגין מח"מ ההתחייבויות הארוך יחסית של החברה, התומך משמעותית בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה. אופק הדירוג היציב משקף את העובדה כי אנו צופים שהחברה תשמור על נתוני המפתח בטווח התחזיתי.

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

31.12.2014	2015.12.31	2016.12.31	31.12.2017	30.06.2017	30.06.2018	
8118,22	125,668	134,434	146,987	139,958	152,743	סה"כ נכסים
4,720	4,680	4,851	5,474	5,298	5,703	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
554	169	172	622	447	230	סה"כ רווח כולל משוך לבעלי המניות של החברה
10,426	10,689	11,194	12,622	6,149	6,496	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
7,606	7,662	7,835	8,916	4,300	4,595	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
880	1,024	1,177	1,326	642	723	מתוכם בביטוח בריאות
1,940	2,003	2,182	2,381	1,207	1,178	מתוכם בביטוח כללי
9,738	10,066	10,486	11,853	5,748	6,137	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
5,598	3,475	4,930	9,548	3,964	2,495	סה"כ רווחי-השקעה
יחסים מותאמים של מידרוג						
48%	47%	45%	39%	41%	38%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
9.3%	2.4%	2.1%	7.0%	10.0%	4.5%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [1]
0.5%	0.1%	0.1%	0.4%	0.7%	0.3%	תשואה על הנכסים (ROA) [2]
27%	41%	46%	42.5%	44.1%	51.7%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [3]
22.9x	19.0x	5.8x	5.4x	6.3x	6.2x	רווח מותאם לפני ריבית ומס (EBIT) להוצאות ריבית

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

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי חזק הנתמך בגודל משמעותי, אולם מנגד מוגבל בפיזור קווי עסקים נמוך יחסית

לחברה מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה טובה במערך ההפצה, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור. החברה הינה אחד משני המבטחים המובילים בישראל לאורך זמן והמבטח הגדול ביותר בתחום ביטוחי החיים, כפי שמשקף בנתחי שוק משמעותיים לאורך זמן מסך פרמיות שהורווחו ברוטו בענף ובפרט במגזר ביטוח החיים (לא כולל דמי גמולים בפנסיה ובגמל) של כ-20% ו-30%, בהתאמה, ובעלת היקף הנכסים המנוהלים הגבוה בענף (כולל פנסיה וגמל) לאורך זמן ושל כ-220 מיליארד ₪ ליום ה-30 ביוני 2018. מנגד, הפרופיל העסקי מוגבל, נוכח פיזור קווי עסקים נמוך ביחס לדירוג וביחס לקבוצת השוואה ולמרות שהחברה

פעילה כמעט בכל ענפי הביטוח (למעט ביטוח אשראי). ריכוזיות זו מתבטאת בתמהיל ההכנסות, כאשר מגזר ביטוחי החיים מהווה מעל 70% מסך הפרמיות לאורך זמן ומהווה את מנוע הרווחים המרכזי של החברה. לחברה עוד שתי רגליים מרכזיות בתחום ביטוחי הבריאות (כ- 10% מהפרמיות ברוטו) וביטוח כללי (כ- 20% מהפרמיות ברוטו) ב-12 החודשים האחרונים, אולם תרומתם לרווח הכולל נמוכה יחסית. ריכוזיות זו מהווה להערכתנו גורם סיכון בחברה ובייחוד לאור העובדה כי חלק מהותי מתוך העתודות של ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח כוללות מנגנונים מבטיחי תשואה ותוחלת חיים, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים. בטווח התחזית לשנים 2018-2019 אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות בשיעור מצטבר של כ-10% ביחס לשנת 2017, שינבע בעיקר מענפי החיים והבריאות. אנו צופים המשך סביבת מאקרו תומכת, הכוללת צמיחה יציבה (3.5% ו-3.7%, בשנים 2018-2019) ויציבות בשיעור האבטלה, אשר צפויים לתרום להמשך עלייה 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, אולם זו תיוותר גבוהה, תוך שמירה על נתחי שוק והמשך התמקדות בביטוחי הפרט. פוטנציאל התמיכה ייתמך בשיעור חדירה משקי נמוך יחסית, כאשר מנגד המשך התחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה ימשיכו ליצור לחץ מחירים מסוים במגזר זה. במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים יציבות עד עלייה מתונה בהיקף הפרמיות, גם לאור העובדה כי החברה נבחרה כאחת הזוכות במכרז לביטוחי רכב של עובדי המדינה גם לשנים 2019-2020. מנגד, הפסד חיתומי מתמשך לחברה בענף זה כמשתקף ביחס משולב בשייר מעל 100% (על אף השיפור בו בשנה האחרונה) גם נוכח המשך התגברות התחרות בענף, תמורות רגולטוריות וגמישות מחיר מוגבלת, ימשיכו להוות אתגר עבור החברה בטווח התחזית ויחייבו להערכתנו המשך פעילות לטיוב תיק הלקוחות.

פרופיל הסיכון סביר ביחס לדירוג, אולם ממשיך להיות מושפע לשלילה מסיכון גבוה יחסית בגין התיק הישן בביטוח חיים

לחברה סיכון מוצרים גבוה יחסית במגזר ביטוח החיים ובריאות לזמן ארוך בעיקר בגין פוליסות שנמכרו בעבר, כאשר כ-70% מסך העתודות לאורך זמן מוגדרות על ידנו ככאלה בסיכון בינוני-גבוה, הכוללות מנגנונים של הבטחת תשואה ו/או תוחלת חיים. שיעור גבוה זה, חושף את החברה 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. לעומת זאת, סיכון המוצרים בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר מוערך על ידנו כהולם לדירוג, כאשר כ-65% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-30 ביוני 2018 ולאורך זמן הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר", אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב". בנוסף, נתמך פרופיל הסיכון בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבוטחים גדולים מתוך סך הפרמיות כ-6% מסך הפרמיות המורווחות ברוטו בשנתיים האחרונות. עם זאת, מודל הפעילות מוטת ביטוחי החיים מייצר הטיה מסוימת, כאשר בביטוחי הבריאות והכללי לחברה יש חשיפה משמעותית יחסית של כ-14% וכ-22% בהתאמה בשנתיים האחרונות. חשיפה זו, עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, אשראי וענפיים לאורך המחזור ומגבילה את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות.

החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים. אך, קיימת לה חשיפה גבוהה יחסית בשייר בקרות אירוע קטסטרופה ביחס למתחרותיה, למרות השיפור בשנים האחרונות, של כ-2% מההון המוכר ליום ה-31 בדצמבר 2017.

להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים לדירוג ונתמכים גם בדרישות רגולטוריות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה (כמו גם בענף) ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמדידת ההון הכלכלי, למרות שההון הכלכלי יחס ההון צפויים להיות תנודתיים יותר תחת הוראות סולבנסי 2. נציין, כי החברה הקטינה משמעותית את הגירעון ביחס לדרישת ההון המלאה אשר עליה לעמוד בה בשנת 2024 בהתאם ליחס שפורסם לנתוני 31 בדצמבר 2016, עובדה התומכת בשיפור פרופיל הסיכון וגמישותה העסקית ואיננה נדרשת לשימוש משמעותי בכלים מפחיתי סיכון שעלולים לייצר לחץ על כרית הרווחיות. פרופיל הסיכון ממשיך להיות מוגבל, נוכח צרכי שירות החוב של בעל השליטה,

אשר החברה הינה המקור התזרימי העיקרי שלו. תלות גבוהה זו עלולה לפגום בפוטנציאל בניית הכרית ההונית ותיאבון הסיכון של החברה ולמרות הקלה בעומס הפירעונות של בעל השליטה בטווח הזמן הקצר.

איכות הנכסים סבירה ביחס לדירוג

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד על תאבון לסיכון סביר ביחס לדירוג ודומה לקבוצת השוואה, עם יחס "נכסים בסיכון"³ מותאמים להון המוכר של כ- 45% ל- 30 ביוני 2018. תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו כולל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ- 65%, מזומנים בשיעור של כ- 5% ואגרות חוב קונצרניות בדירוג גבוה של כ- 5% 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. בנוסף, אנו צופים כי החברה תמשיך להגביל חלק ממרכיבי הסיכון בתיק ובפרט את המרכיב המנייתי בשל ריתוק ההון המשמעותי בו, כאשר פוטנציאל התשואה יוותר מאתגר נוכח סביבת הריביות ושווי הנכסים בשוק ההון. שיעור הנכסים הבלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר מההון העצמי הציג מגמת שיפור גם כן, ועמד ל- 30 ביוני 2018 על כ- 38%. ונתמך בצבירת רווחים ויציבות מסוימת בהיקף הנכסים. יחס זה בולט לחיוב ביחס לקבוצת השוואה וסביר לדירוג ונתמך בצבירת רווחים בשנתיים האחרונות ויציבות מסוימת בהיקף הנכסים הלא מוחשיים. אנו מצפים להמשך מגמת שיפור ביחס זה בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח הערכתנו ליציבות בתמהיל הפעילות, לצד המשך שיפור בכרית ההונית.

כרית ההון הולמת לדירוג וסופגת הפסדים בצורה טובה; חל שיפור בפוטנציאל בניית הכרית ההונית

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי עם עודף הון של 107% על בסיס נתוני 30 ביוני 2018 בתרחיש הקיצון השני בחומרנו מתוך חמישה (ללא שינוי ביחס למועד המעקב הקודם). 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 מבטיח תשואה, כללי והון). אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם ליום ה-30 ביוני 2018 בהיקף של כ- 6.3 מיליארד ש"ח (מתוכו כ- 4.1 מיליארד ש"ח הון עצמי מוחשי) ו-VIF מותאם (לפי המודל שלנו) משמעותי, בהיקף של כ- 7.6 מיליארד ש"ח.

כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו מסתכלים על יחס הון למאזן מותאם (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מהנכסים בסיכון המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים מחמירים יותר. יחס זה עמד ליום ה- 30 ביוני 2018 על כ- 101%, ההולם לדירוג וצפוי להישאר ברמה דומה להערכתנו בטווח הקצר-בינוני.

להערכתנו, פוטנציאל בניית הכרית ההונית בטווח הזמן הקצר השתפר, בעיקר נוכח סביבת העקום והשפעתו על הרזרבות, אולם בטווח הזמן הבינוני יהיה מוגבל יחסית, נוכח הסביבה העסקית המתאגרת, שגוזרת להערכתנו פוטנציאל צבירת רווחים נמוך, המושפע במידה רבה מגורמים אקסוגניים, כמפורט להלן. אנו מניחים כי, החברה עשויה להתחיל ולחלק דיבידנד בשיעור מתון מהרווח בשנתיים הקרובות ותפעל למחזר את ההון המשני המורכב שמועד הפדיון המוקדם שלו חל בשנה הקרובה. 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 כאמור. נכון ל-30 ביוני 2018 לחברה יחס כושר פירעון בהתאם להוראות החדשות (SCR) בהתבסס על נתוני שנת 2016 של 93% ו-160% ללא ועם התחשבות בתקופת הפריסה, בהתאמה. בהתאם לכך לחברה עודף הון משמעותי של כ- 4 מיליארד ש"ח, על פי אבני הדרך בתקופת הפריסה⁴, אך היא נדרשת להשלים סך של כ- 0.9 מיליארד ש"ח עד לשנת 2024. חוסר זה הושלם על ידי הנפקת הון רוברד 2 בסוף שנת 2017 בסך של כ- 1.1 מיליארד ש"ח, זאת מבלי להביא בחשבון את השפעת פעילות החברה ותוצאותיה בשנת 2017 ובמחצית הראשונה של שנת 2018, על תמהיל ההשקעות וההתחייבויות הביטוחיות והשפעות אקסוגניות כגון שינוי של עקום הריבית חסרת הסיכון ושינויים רגולטוריים המשפיעים על ההון הכלכלי ועל דרישות ההון תחת

³ נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את כל נכסי ההשקעה הפיננסיים למטע 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.

⁴ 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 למלא ה-SCR.

דירקטיבת הסולבנס. עובדה זו תומכת בשיפור פרופיל הסיכון ובגמישותה העסקית של החברה. נציין, כי יחס כושר הפירעון אינו בולט לחיוב ביחס לקבוצת השוואה, אך אנו סבורים כי לחברה קיימים מספר כלים נוספים וגמישות מספקת לבניית מרווח מעל החסם הרגולטורי ובהם צבירת הון מהפעילות השוטפת, המשך הפחתת הסיכונים בתיק הנוסטרו, התאמה מסוימת בתמהיל המוצרים, רכישת ביטוחי משנה עבור מוצרים זוללי הון ועוד. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לבנות ולשמר מרווח הוני מספק לרבות במדיניות דיבידנד עתידית ככל שתהיה אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנודתיות הצפויה של היחס. .

נציין, כי שיפור הלימות ההון על ידי הגדלת ההון הראשוני והקטנת הסיכונים וההון הנדרש יהיו מהלכים אשר נראה בחיוב, בעוד שהגדלת הכרית ההונית דרך הון משני אשר תפגע באיכות הכרית ההונית וחלוקות דיבידנדים משמעותיות אשר ישחקו אותה עלולות להשפיע לשלילה על הדירוג.

כרית הרווחיות נמוכה לדירוג, תלויה בגורמים אקסוגניים ומוגבלת גם בשל רווחיות חיתומית נמוכה

החברה מאופיינת ברווחיות נמוכה לדירוג וממוצעת ביחס לענף בשנים האחרונות, המוגבלת גם בשל רווחיות חיתומית נמוכה (יחס משולב בשייר של מעל 105% בביטוח הכללי ב-5 השנים האחרונות). חשיפת הענף והחברה בתוכו לגורמים אקסוגניים ובפרט לשוק ההון והיעדר רווחיות חיתומית משמעותית, כאמור מייצרים תנודתיות גבוהה ברווחיות, כפי שמשקף ביחסי ה-ROC וה-ROA של החברה שנעו בטווח רחב שבין 2%-14% ובין 0.1%-0.8% בהתאמה, בשנים 2013-2017. התנודתיות ברווחיות נבעה בין היתר מהצורך בהשלמת רזרבות לאור הירידה המתמשכת בעקום הריבית ופגיעה בפוטנציאל יצור ההכנסות ובפרט בדמי הניהול המשתנים ורווחי ההשקעה. בנוסף, השפעות וועדת וינוגרד על ריבית ההיוון בתביעות הביטוח לאומי, אשר השפיעו וצפויות להמשיך ולהשפיע על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחבויות. עם זאת, בתקופה האחרונה חל היפוך מגמה מסוים בעיקר נוכח השפעות אקסוגניות עם עלייה מסוימת בעקום הריבית ובתלילות (הוביל לשחרור רזרבות של כ-318 מיליון ₪ לאחר מס בחצי השנה האחרונה) ותשואות גבוהות יחסית בשוקי הון בחלק מהתקופה, שתמכו בביצועי התיק ובגביית דמי ניהול משתנים.

בתחזית שלנו לשנים 2018-2019, אנו צופים שיפור בפוטנציאל יצור הרווחים ביחס לתחזית הקודמת ולמרות המשך סביבה עסקית מאתגרת במקטעים מסוימים. הסביבה העסקית תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.5% עד 3.7% 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, המהווה את מנוע הרווח העיקרי של החברה, אנו צופים המשך תנודתיות ברווחיות בשנות התחזית נוכח חשיפה ניכרת לגורמים אקסוגניים הכוללים את תנודתיות עקום הריבית והתשואות בשווקים, כאשר נקודת התמיכה המרכזית להערכתנו הינה יציבות מסוימת בעקום הריבית (היעדר צפי לירידה משמעותית). גם ענף ביטוחי הבריאות חשוף לעקום הריבית ואנו מניחים שחיקה מסוימת ברווחיות לאור הערכתנו להחמרה בכמות וחומרת התביעות בין השאר בשל הגידול בשיעור החדירה בענף זה. בנוסף, תמורות רגולטוריות שבוצעו לאחרונה, לרבות יצירת מבנה של פוליסה אחידה, צפויות להגביר את תחרות המחירים וללחוץ על הרווחיות. בענף הביטוח הכללי אנו מניחים שיפור מסוים בתוצאות החיתומיות ביחס לשנת 2017, בשל מהלכים לטיוב התיק אך זו עדיין תיוותר בולטת לשלילה ביחס לענף. רמת התחרות תיוותר גבוהה יחסית בפרט בענף רכב רכוש שחווה עליית תעריפים מסוימת בשנה האחרונה, כאשר שיעורי הרווחיות החיתומית יוותרו נמוכים ומוגבלים גם בשל מעורבות רגולטורית. בהתאם לאמור, בתרחיש הבסיס של מידרוג שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיות נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA ינועו בטווח שבין 3.0%-5.0% ו-0.2%-0.3% בהתאמה בטווח התחזית.

פרופיל נזילות בולט לטובה הנתמך במח"מ התחייבויות ארוך; הגמישות הפיננסית נמוכה לדירוג מושפעת לשלילה מגידול במינוף, אולם נתמכת בשיפור ביחסי הלימות ההון הרגולטורים

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג וקבוצת ההשוואה ומשתקף ביחס שוטף של פי 4 בין הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות בזמן הקצר. לאור תמהיל העסקים של החברה, המוטה ביטוחי חיים, באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק.

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 בשרידותם ובדירוגם. בנוסף, התגודתיות 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 לתגודתיות שוק קצרת טווח, להערכתנו. הגמישות הפיננסית של החברה נמוכה לדירוג ומתאפיינת ביחס מינוף מאזני (חוב ל- CAP) גבוה יחסית של כ- 52% ליום ה- 30 ביוני 2018 (2015: 41%). יחס זה גבוה מממוצע קבוצת ההשוואה, ואינו צפוי להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר-בינוני. מנגד, השיפור המתמשך והצפוי ביחסי הלימות ההון הרגולטורים כאמור, תומך בגמישותה הפיננסית של החברה.

שיקולים מבניים

מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, דירוג החובות הנחותים (הון שלישוני מורכב, משני מורכב ורובד 2) מתבסס על דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS) ומשמש נקודת מוצא לדירוג מכשירי חוב שונים שמבטחים מנפיקים. לאחר מכן אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו הספציפיים ומיקומו על סולם שבין חוב להון - בהתחשב במידת הנדחות המבנית של המכשיר, מנגנוני ספיגת הפסדים בתנאי המכשיר ואי הודאות בנוגע לנקודת הפעלתם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול דעת המפקח על הביטוח). אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) ושתי רמות דירוג (נוטשים) מה-IFS של המבטח לדירוג הון שלישוני מורכב והון משני מורכב/רובד 2, בהתאמה. הורדת הנוטשים מגלמת את הנחיתות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת הפסדים הגלומים בהם.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפיזור ותמהיל הפעילות של החברה לאורך זמן
- שיפור משמעותי בכרית ההונית ובגמישות הפיננסית

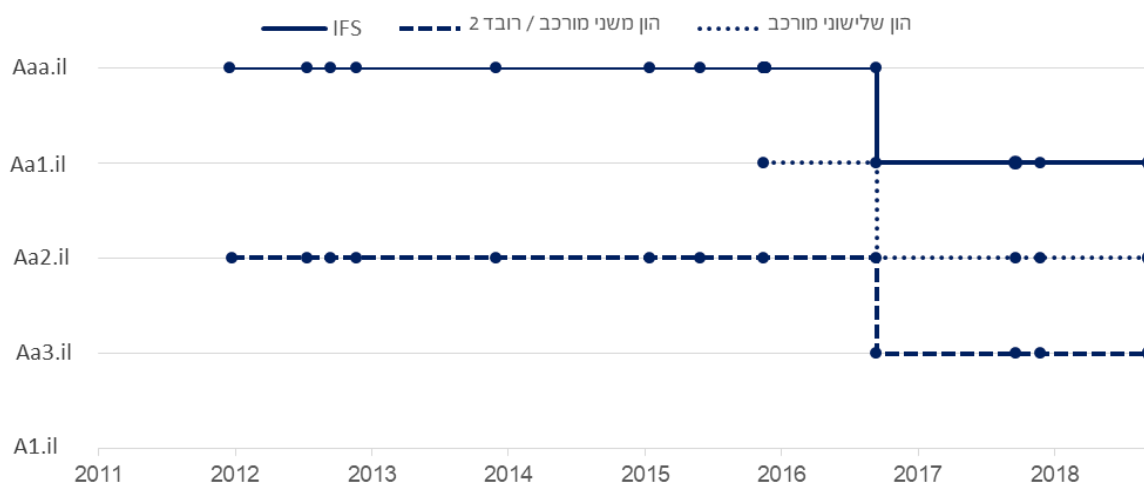
גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- פגיעה במוניטין ובמיצוב השוק של החברה
- הרעה מתמשכת בכריות ההון והרווחיות

אודות החברה

מגדל חברה לביטוח בע"מ, באמצעות חברות הבנות שלה ("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, ויוזמה קרן פנסיה לעצמאים בע"מ. הקבוצה מחזיקה גם בסוכנויות ביטוח, באמצעות מגדל אחזקות וניהול סוכנויות ביטוח בע"מ, שהינה בשליטה מלאה של החברה. בעלת השליטה המלאה בחברה הינה מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ ("מגדל אחזקות"). מנכ"ל החברה הינו מר דורון ספיר. בעקבות גיוס חוב שבוצע על ידי בעל השליטה בחברה, עודכן היתר השליטה החל מיום ה-10 בספטמבר 2017, המתיר את העברת מניות השליטה המוחזקות על ידי אליהו 1959 בע"מ ("אליהו") בשיעור של 68% מהון המניות המונפק והנפרע של מגדל אחזקות לחברת אליהו הנפקות בע"מ, חברה בבעלותה המלאה של אליהו. כמו כן, במסגרת הגיוס ניתנו למלווים אופציות למימוש למניות מגדל אחזקות בשיעור כולל של כ-15% מסך ההון המונפק והנפרע.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מגדל חברה לביטוח בע"מ](#)

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

[זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

25.09.2018	תאריך דוח הדירוג:
18.12.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
18.12.2011	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מגדל חברה לביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מגדל חברה לביטוח 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 וככאלה 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 לכלל 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>