

# מגדל חברה לביטוח בע"מ

מעקב | ספטמבר 2017

## אנשי קשר:

עומר פורמברג - אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אילאיל שטנר - אנליסטית - מעריכת דירוג משנית  
[ilil@midroog.co.il](mailto:ilil@midroog.co.il)

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[avib@midroog.co.il](mailto: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

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa1.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של מגדל חברה לביטוח בע"מ (להלן - "החברה"), מותירה על כנו דירוג של Aa2.il(hyb) לכתבי התחייבות נדחים (הון שלישוני מורכב) ומותירה על כנו דירוג של Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב) שהנפיקה החברה באמצעות מגדל ביטוח גיוס הון בע"מ. אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרה	מס נ"ע	דירוג	אופק	סוג הון מוכר	תאריך פירעון סופי
א	1125483	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	31.12.2021
ב	1127562	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	31.12.2024
ג	1135862	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	31.12.2027
ד	1137033	Aa2.il(hyb)	יציב	שלישוני מורכב	31.12.2027
ה	1139286	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	30.06.2029

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי חזק, הנתמך בגודלה של החברה, במובילות שוק ובנתחי שוק משמעותיים, שליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב המהווה פוטנציאל ליצור הכנסות עתידיות. מנגד, מוגבל הפרופיל העסקי בפזורה קווי עסקים נמוך יחסית עם ריכוזיות הכנסות גבוהה בענף ביטוח החיים המהווים כ-70% מסך הפרמיות. לחברה פרופיל סיכון סביר ביחס לדירוג, נוכח חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים, סיכון מוצרים נמוך בביטוח כללי ושיפור ביחסי ההון הרגולטורים הנוכחיים והצפויים. אולם, ממשיך להתאפיין בסיכון מוצרים גבוה בביטוח חיים ובריאות לאור העובדה כי חלק מהותי מתוך העתודות של ביטוח חיים, בריאות וחסכון ארוך טווח, כוללים מנגנונים מבטיחי תשואה ותוחלת חיים, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים. נציין כי לדעת מידרוג, על פרופיל הסיכון ממשיכים להעיב צרכי שירות החוב של בעל השליטה למרות שאלה פחתו משמעותית נוכח מחזור חוב, הקלה בעומס הפירעונות והארכת מח"מ החוב.

הפרופיל הפיננסי של החברה הולם לדירוג ונתמך בכרית הונית הולמת ופרופיל נזילות טוב, כאשר חל שיפור באיכות הנכסים. מנגד, הגמישות פיננסית ורווחיות אינן בולטות לטובה ביחס לדירוג.

על פי מודל ההון שלנו, לחברה עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי (תרחיש הקיצון השני בחומרתו מתוך חמישה) עם עודף הון של 115% על בסיס נתוני 30 ביוני 2017. 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. יחסים אלו מציגים שיפור משמעותי במצב ההון בהשוואה לשנה קודמת תחת הוראות ההון החדשות (סולבנסי 2), עובדה התומכת בשיפור פרופיל הסיכון וגמישותה העסקית. יחד עם זאת נציין, כי יחס כושר הפירעון ללא הוראות מעבר עדיין נמוך ביחס למתחרים העיקריים, אך אנו סבורים כי לחברה קיימים מספר כלים וגמישות מספקת להשלמת הגירעון ולבניית מרווח מעל החסם הרגולטורי ובהם צבירת הון מהפעילות השוטפת והרחבת בסיס ההון על ידי הנפקת הון רוברד 2 נוסף של עד כ-1 מיליארד ₪ (בהתאם למגבלה של 40% מה-SCR). המשך הפחתת הסיכונים בתיק הנוסטרו, התאמה מסוימת בתמהיל המוצרים, רכישת ביטוחי משנה ועוד. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמר מרווח ביטוחן אל מול החסם הרגולטורי, נוכח תנודתיות גבוהה יותר ביחס למשטר ההון הנוכחי. נציין, כי הדירוג מגלם הטבה בגין מח"מ ההתחייבויות הארוך יחסית של החברה התומך משמעותית בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי והיקף הפרמיות המורווחות ברטו מפעילות אורגנית יצמח בכ-10% במצטבר בשנים 2017-2018 ביחס ל-2016. מחולל הרווח המרכזי יוותר ענף ביטוח החיים, כאשר הסביבה העסקית תיוותר מאתגרת. מחד צמיחה מתונה אולם יציבות בשיעור האבטלה שילחץ על המשך עליית השכר הריאלי ומאידך אנו לא רואים לחץ לעלייה משמעותית בעקום הריבית בטווח הזמן הקצר, כאשר פוטנציאל התשואות בשוק ההון יוותר מתון ותנדודי להערכתנו. במגזר הבריאות אנו מניחים התמתנות מסוימת בצמיחה בדומה לענף אולם קצב הצמיחה יוותר גבוה יחסית גם נוכח שיעור חדירה נמוך, כאשר בביטוח הכללי אנו מניחים שימור נתחי השוק הקיימים גם לאור רווחיות חיתומית מוגבלת. בשקלול יחסי הרווחיות שלנו עם התחזית ולאור תוצאות השנים הקודמות המשקפות מחזור עסקים לתפיסתנו, אנו מעריכים את רווחיות החברה ככזו שאינה בולטת לטובה ביחס לדירוג, כאשר פוטנציאל הרווח מוגבל, כאמור כתלות בפוטנציאל יצור התשואה. בתרחיש זה, יחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 3%-5% ו-0.2%-0.3% בהתאמה, בשנתיים הקרובות. אופק הדירוג היציב משקף את העובדה כי אנו צופים שהחברה תשמור על נתוני המפתח בטווח התחזית.

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

2014	2015	2016	30.06.2016 [1]	30.06.2017 [1]	
118,227	125,668	134,434	128,619	139,958	סה"כ נכסים
4,720	4,680	4,851	4,211	5,298	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
554	169	172	(581)	1,087	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
10,426	10,689	11,194	10,673	12,051	סה"כ פרמיות שהורווחו ברטו
7,606	7,662	7,835	7,489	8,480	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
880	1,024	1,177	1,097	1,254	מתוכם בביטוח בריאות
1,940	2,003	2,182	2,087	2,316	מתוכם בביטוח כללי
9,738	10,066	10,486	10,019	11,281	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
5,598	3,475	4,930	906	7,988	סה"כ רווחי השקעה

**יחסים מותאמים של מידרוג**

48%	47%	45%	51%	41%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC מההון העצמי
12%	11%	11%	10%	12%	הון עצמי לסך הנכסים (ללא תלוי תשואה)
9.3%	2.4%	2.1%	-8.2%	13.3%	תשואה על מקורות מימון (ROC)
0.5%	0.1%	0.1%	-0.5%	0.8%	תשואה על הנכסים
27%	41%	46%	44%	44%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי
22.9x	19.0x	5.8x	-14.9x	14.6x	רווח מותאם לפני ריבית ומס (EBIT) להוצאות ריבית

[1] מתייחס ל-12 חודשים אחרונים שהסתיימו באותו תאריך

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

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

למגדל מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה טובה במערך ההפצה, התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. החברה הינה אחד משני המבטחים המובילים בישראל לאורך זמן והמבטח הגדול ביותר בתחום ביטוחי החיים, כפי שמשקף בנתחי שוק משמעותיים של כ-20% מסך פרמיות שהורווחו ברטו בכלל הענף ושל כ-30% במגזר ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח (ללא דמי גמולים בגמל ובפנסיה), ובעלת היקף הנכסים המנוהלים הגבוה בענף - כ-205 מיליארד ₪ ליום -ה-30 ביוני 2017. מנגד, הפרופיל העסקי מוגבל נוכח פיזור קווי עסקים נמוך ביחס לדירוג וביחס לקבוצת התשואה ולמרות שהחברה פעילה כמעט בכל ענפי הביטוח (למעט ביטוח אשראי). ריכוזיות זו מתבטאת בתמהיל ההכנסות, כאשר מגזר ביטוחי החיים מהווה כ-70% מסך הפרמיות בשייר לאורך זמן ומנוע הרווחים המרכזי של החברה. לחברה עוד שתי רגליים מרכזיות בתחום ביטוחי הבריאות (כ-9% מהפרמיות בשייר בשנים האחרונות) וביטוח כללי (כ-14% מהפרמיות בשייר בשנים האחרונות), 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 ובריאות לזמן ארוך, מהוות עתודות ב"סיכון גבוה" כהגדרתנו, הכוללות מנגנונים מבטיחי תשואה ותוחלת חיים אשר חושפים את החברה לשינויים

אקסוגניים משמעותיים. בטווח התחזית לשנים 2017-2018 אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות בשיעור מצטבר של כ-10% ביחס לשנת 2016, שינבע בעיקר מענפי החיים והבריאות. ענף החיים נהנה בשנה האחרונה מעליית שיעור ההפקדות הממוצע מתוך השכר של כ-4% ביחס לאשתקד<sup>1</sup> ועליית השכר הריאלי<sup>2</sup> לאור סביבת האבטלה הנמוכה. בעוד שהשפעת הראשון תתמתן בשנת 2018, אנו צופים המשך סביבת מאקרו תומכת, למרות צמיחה מתונה יחסית של כ-3%, ובעיקר בשל צפי ליציבות בשיעור האבטלה, אשר צפוי לתרום להמשך עלייה איטית בשכר הריאלי. במגזר הבריאות אנו מניחים התמתנות מסיימת בצמיחה בדומה לענף, אולם קצב הצמיחה יוותר גבוה, גם נוכח שיעור חדירה נמוך יחסית, תוך שמירה על נתחי שוק והתמקדות בביטוחי פרט רווחיים יותר, כאשר למערך השיווק של החברה קיים יתרון יחסי. מנגד, צפויה התגברות בתחרות גם כתוצאה מכניסת הפוליסה האחדיה, כך שאנו צופים המשך לחץ מחירים במגזר זה. במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים כי החברה תמשיך לשמור על נתחי השוק הקיימים ותציג עלייה שולית בלבד בהיקף הפרמיות, זאת עקב המשך התגברות התחרות בענף וגמישות מחיר מוגבלת, נוכח שיעורי רווחיות חיתומית (Combined Ratio בשייר) נמוכים ביחס לממוצע בענף.

### פרופיל הסיכון סביר ביחס לדירוג אולם ממשיך להיות מושפע לשלילה מסיכון מוצרים גבוה יחסית בביטוח חיים

לחברה סיכון מוצרים גבוה יחסית במגזר ביטוח החיים ובריאות לזמן ארוך, 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-66% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-30 ביוני 2017 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 ומבטוחים גדולים מתוך סך הפרמיות שעמד על פחות מ-10% מסך הפרמיות המורווחות ברוטו בשנת 2016 ובשיעור דומה לאורך זמן. עם זאת נציין כי בביטוח הכללי לחברה יש חשיפה משמעותית של כ-30% מהפרמיות שהורווחו בשנת 2016. 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 עם זאת קיימת לה חשיפה גבוהה יחסית בשייר בקרות אירוע קטסטרופה ביחס למתחריה, בשיעור של כ-3% מההון המוכר ליום ה-31 בדצמבר 2016. 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 הון צפויים להיות תנודתיים יותר תחת הוראות סולבנסי 2. נציין, כי החברה הקטינה משמעותית את הגירעון ביחס ליחסי לדרישת ההון המלאה אשר עליה לעמוד בה בשנת 2024, עובדה התומכת בשיפור פרופיל הסיכון וגמישותה העסקית ואיננה נדרשת לשימוש משמעותי בכלים מפחיתי סיכון שעלולים לייצר לחץ על כרית הרווחיות. פרופיל הסיכון 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 אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג למרות שיפור מסוים במשקל ה"נכסים בסיכון"

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד על תאבון לסיכון סביר ביחס לדירוג ודומה לקבוצת השוואה, עם יחס "נכסים בסיכון"<sup>3</sup> מותאמים להון המוכר של כ-45% ל-30 ביוני 2017, אשר מהווים כ-20% מתיק הנוסטרו (ללא חיים מבטיח תשואה). תמהיל

<sup>1</sup> בהתאם לתיקון 16 לחוק קופות הגמל החל מיולי 2016 עלה שיעור ההפקדה לתגמולים של העובד והמעביד מ-5.75% ל-6% ו-6.25% בהתאמה, החל מינואר 2017 שיעור הפקדות המעביד הועלה ל-6.25%. בהתאם לכך, שיעור ההפקדה הממוצע ב-2016 היה 11.75% לעומת שיעור הפקדה של 12.5% החל משנת 2017. שיעור ההפקדה לפיצויים נותר ללא שינוי על 6%.

<sup>2</sup> בהתאם לנתוני בנק ישראל השכר הריאלי עלה בששת החודשים הראשונים של 2017 בכ-4%

<sup>3</sup> נכסים בסיכון גבוה מוללים 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 ירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכויי אשראי, שוק או נזילות.

ההשקעות בתיק הנוסטרו כולל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-60%, מזומנים בשיעור של כ-10% ואגרות חוב קונצרניות בדירוג גבוה של כ-5% כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית.

יש לציין, כי חל שינוי מסויים בפרופיל השקעות הנוסטרו של החברה כך שמידת הסיכון בו פחתה, עובדה המשתקפת בקיטון במשקל ה"נכסים בסיכון" מותאמים להון המוכר מכ-60% אשתקד לכ-45% ל-30 ביוני 2017. שינוי התמהיל נבע להערכתנו בעיקר מרצון החברה לצמצם את דרישות ההון המחמירות יותר תחת סולבנסי 2. אנו צופים כי החברה תמשיך לצמצם 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.

מדד היקף הנכסים הבלתי מוחשיים מההון העצמי הציג מגמת שיפור גם כן, ועמד ל-30 ביוני 2017 על כ-40%. שיעור זה טוב ובולט לחיוב ביחס לקבוצת השוואה, אך עדיין גבוה ביחס לדירוג. אנו מצפים למגמת שיפור ביחס זה בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח הערכתנו ליציבות בתמהיל הפעילות, לצד שיפור מסוים בכרית ההונית.

### כרית ההון הולמת לדירוג וסופגת הפסדים בצורה טובה; פוטנציאל שיפור הכרית ההונית מוגבל בטווח הזמן הקצר

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי (תרחיש הקיצון השני בחומרנו מתוך חמישה) עם עודף הון של 115% על בסיס נתוני 30 ביוני 2017. 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 מביטוח תשואה, כללי והון). אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם ליום ה-30 ביוני 2017 בהיקף של כ-6.2 מיליארד ש"ח ו-VIF מותאם 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 2017 על כ-11%, ההולם לדירוג וצפוי להישאר ברמה דומה להערכתנו בטווח הקצר-בינוני. להערכתנו, בניית הכרית ההונית בטווח הזמן הקצר והבינוני תהיה מוגבלת יחסית, נוכח הסיבה העסקית המאתגרת, שגוזרת להערכתנו פוטנציאל צבירת רווחים נמוך יחסית, כמפורט להלן וללא הנחת דיבידנדים בטווח הזמן הקצר.

בחודש יוני 2017 פורסמו הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברות ביטוח מבוסס סולבנסי 2 ("ההוראות החדשות"), לפיהן חברת ביטוח תקיים משטר כושר פירעון כלכלי בהתאם להוראות כאמור, וזאת מבלי לגרוע מחובתה לקיים את הוראות תקנות הפיקוח הקיימות<sup>4</sup> ("תקנות ההון"). כמו כן, צוין כי הממונה תפעל לתיקון תקנות ההון, כך שלאחר שחברת ביטוח תקבל את אישור הממונה שבוצעה ביקורת על יישום ההוראות החדשות בדוחותיה הכספיים, תקנות ההון לעניין הון עצמי מינימלי נדרש לא יחולו עליה. לפיכך, עד לקבלת אישור הממונה כאמור, על החברה חלות תקנות ההון וההוראות החדשות במקביל. נכון ל-30 ביוני 2017 לחברה יחס הון של 204% בהתאם לתקנות ההון, ויחס כושר פירעון בהתאם להוראות החדשות (SCR) ליום 31 בדצמבר 2016 של 93%-160% ללא ועם התחשבות בתקופת הפריסה בהתאמה. בהתאם לכך לחברה עודף הון משמעותי של כ-4 מיליארד ש"ח, על פי אבני הדרך בתקופת הפריסה<sup>5</sup>, אך היא נדרשת להשלים סך של כ-0.9 מיליארד ש"ח עד לשנת 2024. חוסר זה הינו נמוך משמעותית מזה שדווח על ידי החברה בגין תוצאות תרגיל IQIS5 שנעשה ליום ה-31 בדצמבר 2015 של כ-4 מיליארד ש"ח, עובדה התומכת בשיפור פרופיל הסיכון ובגמישותה העסקית. נציין, כי יחס כושר הפירעון עדיין נמוך ביחס למתחרותיה, אך אנו סבורים כי לחברה קיימים מספר כלים וגמישות מספקת למחיקת הגירעון ולבניית מרווח מעל החסם הרגולטורי ובהם צבירת הון מהפעילות השוטפת והרחבת בסיס ההון על ידי הנפקת הון רובד 2 נוסף של עד כ-1 מיליארד ש"ח (בהתאם למגבלה של 40% מה-SCR), המשך הפחתת הסיכונים בתיק הנוסטרו, התאמה מסוימת בתמהיל המוצרים, רכישת ביטוחי משנה ועוד. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמר מרווח ביטוח אל מול החסם הרגולטורי, נוכח תנודתיות גבוהה יותר ביחס למשטר הנוכחי.

בחודש ספטמבר 2017 פורסמה טיוטת מכתב מעודכנת בקשר עם חלוקת דיבידנד על ידי חברת ביטוח ("המכתב"). בהתאם למכתב,

<sup>4</sup> תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (הון עצמי מינימלי הנדרש ממבטח), התשנ"ח-1998

<sup>5</sup> 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.

חברת הביטוח תהיה רשאית לחלק דיבידנד אם לאחר ביצוע החלוקה, יותר לחברה יחס כושר פירעון (SCR) בשיעור של לפחות 100%, כשהוא מחושב ללא הוראות מעבר וללא התאמת תרחיש מניות ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שקבע דירקטוריון החברה. לאור ההנחיות החדשות במכתב, יחס כושר הפירעון שהציגה החברה וצרכי שירות החוב של בעל השליטה (שהתמתנו בטווח הזמן הקצר נוכח גיוס חוב חדש במח"מ ארוך), אנו מעריכים כי החברה עשויה לנקוט באמצעים שיאפשרו לה לחלק דיבידנדים כבר במהלך השנתיים הקרובות. 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 תפגע באיכות הכרית ההונית.

### **כרית הרווחיות אינה בולטת לטובה ותנודתית, צפי להמשך לחץ על הרווחיות בשל הסביבה העסקית המתגרת**

החברה מאופיינת ברווחיות סבירה לאורך זמן אך תנודתית ביחס לדירוג וביחס לענף בשנים האחרונות, המוגבלת גם בשל רווחיות חיתומית נמוכה. 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%-0.7% בהתאמה, בשנים 2013-2016. הירידה ברווחיות נבעה בין היתר, מהצורך בהשלמת רזרבות לאור הירידה המתמשכת בעקום הריבית ופגיעה פוטנציאל יצור ההכנסות ובפרט דמי הניהול המשתנים ורווחי ההשקעה וכן מהשפעות וועדת יונגרד על ריבית ההיוון בתביעות הביטוח לאומי, אשר השפיעו וצפויים להמשיך ולהשפיע על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחבויות. בחצי השנה האחרונה החברה הציגה רווחיות טובה יחסית, זאת הודות לעליית עקום הריבית ותשואות גבוהות שהושגו בשוק ההון שמבטאים את רגישות החברה לתנודות אקסוגניות. עם זאת, מאז חודש יוני עקום הריבית הריאלית חסרת הסיכון ירד במידה ניכרת, עובדה הצפויה להביא להגדלה של ההתחייבויות הביטוחיות של החברה. מנגד, חל גידול בשוים של הנכסים הפיננסיים באופן שעשוי להפחית את השפעת הגידול בהתחייבויות.

בתחזית שלנו לשנים 2017-2018, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, בדומה לשנתיים הקודמות, אשר תעיב על ענף הביטוח ובפרט על פוטנציאל יצור הרווחים ויכולת בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. הסביבה העסקית תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג מתונה יחסית (3.3% עד 3.3% בשנים 2017-2018), סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, ובפרט בענף הבריאות אשר צמח בצורה משמעותית בשנים האחרונות וצפוי להמשיך ולצמוח, אולם בקצב מתון יותר. בנוסף, תמורות רגולטוריות שבוצעו בענף לאחרונה, לרבות יצירת מבנה של פוליסה אחידה, צפויות להגביר את תחרות המחירים וללחוץ על הרווחיות בענף זה. בענף הביטוח הכללי רמת התחרות תיותר גבוהה יחסית ושיעורי הרווחיות החיתומית יותרו מתונים ואף שליליים גם בשל השפעות רגולטוריות ולמרות עליית מחירים בעיקר בענפי הרכב. אנו צופים רווחיות מתונה בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח, שתמשיך להיות מושפעת במידה ניכרת מגורמים אקסוגניים ובראשם תנודתיות התשואות בשווקים, כאשר נקודת התמיכה המרכזית להערכתנו הינה יציבות מסוימת בעקום הריבית (היעדר ירידה משמעותית). בתרחיש זה, מחולל הרווח העיקרי של החברה יותר ענף ביטוחי החיים, אולם פוטנציאל הרווח מוגבל כאמור. להערכתנו שיעורי הרווחיות ה-ROC וה-ROA בשנים 2017-2018 צפויים לנוע בטווח שבין 3%-5% ו-0.2%-0.3%, בהתאמה. יחסים אלה טובים ביחס לשנתיים האחרונות, אולם יותרו נמוכים יותר ביחס למחזור העסקי הקודם.

### **נזילות בולטת לטובה הנתמכת במח"מ התחייבויות ארוך; גמישות פיננסית נמוכה לדירוג מושפעת לשלילה מגידול**

#### **במינוף אולם נתמכת בשיפור ביחסי הלימות ההון הרגולטורים**

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג וקבוצת השוואה, 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, ובנוסף לא צפוי פירעון קרן משמעותי של ההתחייבויות הפיננסיות בטווח הקצר. 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, 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. הגמישות הפיננסית של החברה אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג ומתאפיינת ביחסי מינוף מאזני גבוהים יחסית של כ- 45% ליום ה-30 ביוני 2017, בדומה לקבוצת השוואה, אשר להערכתנו לא צפויים להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר-בינוני. מנגד, השיפור כאמור ביחסי הלימות ההון הרגולטוריים הצפויים תומכים בגמישותה הפיננסית של החברה.

**אופק הדירוג****גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

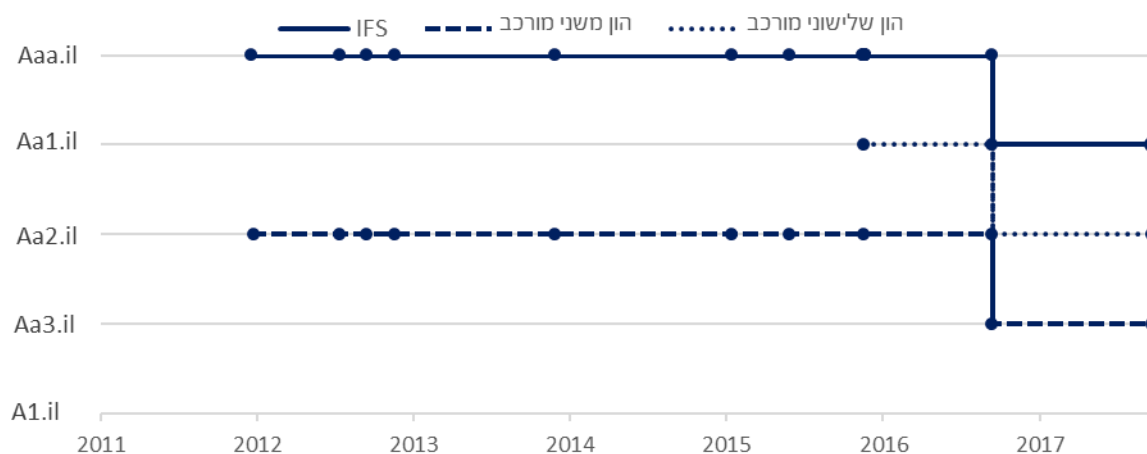
- שיפור משמעותי בפיזור ותמהיל הפעילות של החברה.
- שיפור משמעותי בכרית ההונית ובגמישות הפיננסית

**גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:**

- פגיעה במוניטין ובמיצוב שוק של החברה
- הרעה מתמשכת ברווחיות ובגמישות הפיננסית

**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 עופר אליהו. 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 69% 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 - עדכון פעולת דירוג, ספטמבר 2016](#)

[מגדל חברה לביטוח בע"מ - מעקב, ספטמבר 2016](#)

[מתודולוגיית דירוג חברות ביטוח - יולי 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג



**מידע כללי**

28.09.2017	תאריך דוח הדירוג:
27.09.2016	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 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").

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>