

הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסים בע"מ

דירוג ראשוני | פברואר 2021

אנשי קשר:

ניל הראל

אנליסט, מעריך דירוג ראשי
nilh@midroog.co.il

אמיר כצלסון

ראש צוות, מעריך דירוג משני
amir.katznelson@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסים
ltay.navarra@midroog.co.il

הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ

דירוג מנפיק	Aa2.il	אופק דירוג: יציב
-------------	--------	------------------

מידרוג קובעת דירוג מנפיק Aa2.il להראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ ["החברה"]. אופק הדירוג יציב.

אודות החברה

הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ (להלן: "החברה" או "הראל השקעות") הינה חברה ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, החל משנת 1982. בעלי המניות העיקריים של החברה הינם יאיר המבורגר, גדעון המבורגר ומרית מנור (להלן: "בעלי השליטה"), המחזיקים בכ-46.49% מזכויות ההצבעה ומהון המניות המונפק של החברה. בעלי השליטה מחזיקים בחברה בעיקר באמצעות "ג.י.ן ייעוץ כלכלי וניהול השקעות 2017 שותפות מוגבלת" (להלן: "שותפות ג.י.ן"), אשר נמצאת בשליטתם ובבעלותם המלאה, בה הם מחזיקים, כשותפים מוגבלים באמצעות חברות פרטיות בבעלותם המלאה של כל אחד מבעלי השליטה, וכן מחזיקים בשותף הכללי בשותפות ג.י.ן.

החברה הינה חברת החזקות, הפועלת בעיקר בתחומי הביטוח השונים והחיסכון ארוך טווח באמצעות חברות בנות. בתחום הביטוח החברה פועלת בעיקר באמצעות הראל חברה לביטוח בע"מ (100%) (להלן: "הראל ביטוח" או "המבטח"), בסמך החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ (50%) (להלן: "בסס"ח") ואי.אמ.אי- עזר חברה לביטוח משכנתאות בע"מ (מוחזקת בשרשור דרך הראל ביטוח בשיעור של כ-100%). בתחום חיסכון ארוך הטווח, פועלת החברה בעיקר באמצעות החברות הבנות: הראל פנסיה וגמל בע"מ (100%), המנהלת קרנות פנסיה, קופות גמל וקרנות השתלמות (להלן: "הראל פנסיה וגמל"); קרן החיסכון לצבא הקבע- חברה לניהול קופות גמל בע"מ (מוחזקת בשרשור דרך הראל ביטוח בשיעור של כ-100%), המנהלת קרנות השתלמות (להלן: "קחצ"ק"); לעתיד חברה לניהול קרנות פנסיה בע"מ (מוחזקת בשרשור דרך הראל ביטוח בשיעור של כ-79%), המנהלת קרן פנסיה ותיקה (להלן: "לעתידי"). בתחום השירותים הפיננסיים ושוק ההון, פועלת החברה באמצעות החברה הבת "הראל פיננסיים אחזקות בע"מ (100%) (להלן: "הראל פיננסיים") והחברות הבנות העיקריות שלה. כמו כן, בנובמבר 2019 החלה החברה לפעול בתחום מתן אשראי לעסקים בינוניים באמצעות החברה הבת, המצפן - שותפים לדרך בע"מ (70%) (להלן: "המצפן").

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג המנפיק נתמך באחזקת שליטה בהראל חברה לביטוח בע"מ, בגמישות פיננסית איתנה הנגזרת ממדיניות פיננסית שמרנית, המשתקפות ביחסי מינוף וכיסוי בולטים לטובה ביחס לדירוג. כמו כן, הדירוג נתמך בפרופיל נזילות וביחס שירות חוב² (DSCR+CASH) בולטים לטובה ביחס לדירוג.

החברה בעלת תיק אחזקות ריכוזי בענפי הביטוח, חיסכון ארוך טווח והפיננסיים, כאשר שלושת המוחזקות העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשלושתן) הינן הראל ביטוח, הראל פנסיה וגמל והראל פיננסיים המהוות את החלק העיקרי בשווי המוחזקות בספרים. ביום 1 באפריל 2020 נכנס לתוקף השינוי המבני בקבוצה אשר במסגרתו הועברו מלוא החזקותיה של הראל ביטוח בהראל פנסיה וגמל לחברה, בדרך של חלוקת דיבידנד בעין. כתוצאה משינוי זה, ניכרת תרומה לגיוון ופיזור מקורות התקבולים מהמוחזקות. נציין כי לחברה החזקה נוספת, בשיעור של כ-50%, בחברת ביטוח האשראי בסס"ח (Aa2.il יציב (IFS)). לבסס"ח עודפי הון משמעותיים, אשר אפשרו תקבולים שוטפים ממנה במהלך השנים האחרונות, אך בהיקפים נמוכים ביחס לתקבולי החברה הכוללים. כמו כן, לחברה מספר אחזקות נוספות אשר תורמות לפיזור התיק, ומבנייה נמנית "המצפן - שותפים לדרך בע"מ", בשיעור החזקה של כ-70%, אשר החלה את פעילותה בנובמבר 2019. עם זאת, תרומתה לשווי ולתזרים אינה צפויה להיות מהותית בטווח הזמן הקצר. בנוסף, ענף הביטוח והחיסכון לזמן ארוך המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית. כנגזר מכך, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים

¹ ביום 1 באפריל 2020 נכנס לתוקף השינוי המבני בקבוצה אשר במסגרתו הועברו הזכויות של הראל ביטוח בתיקי הלקוחות והמוניטין של פעילות הגמל, להראל פנסיה וגמל, ומיד לאחר מכן הועברו מלוא החזקותיה של הראל ביטוח בהראל פנסיה וגמל לחברה. העברת החזקות כאמור לחברה, במסגרת השינוי המבני, טופלה כדיבידנד בעין מאת הראל ביטוח לחברה, מתוך הרווחים הראויים לחלוקה

² יחס המקורות השוטפים בתוספת יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות לשירות החוב. היחס נועד לבחון את המרווח הקיים לחברה, לאורך זמן, לעמוד בשירות השנתי של החוב הפיננסי (קרן וריבית) מתוך המקורות השוטפים

על פעילותם של המוחזקות העיקריות, ביניהן הראל ביטוח, ולרבות על ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון בהן. כך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מחלק מהמוחזקות העיקריות שלה, תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית. עם זאת, לחברה קיימים הסכמים מול חלק מהחברות המוחזקות שלה, אשר במסגרתם היא זכאית לקבל דמי ניהול בשיעורים שונים מהפרמיות שגובות חברות הביטוח, מדמי הניהול שגובות החברות המנהלות של קופות הגמל ומדמי הגמולים המתקבלים אצל החברות המנהלות של קרנות הפנסיה, כמפורט להלן. אלו מתקבלים בתמורה לשירותי ניהול וייעוץ במגוון תחומים שמעניקה החברה לחברות אלה, ותוקף הסכמים אלו ניתנים לביטול בתום כל שנה קלנדרית.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו מניחים היקף מקורות של כ- 270-200 מיליון ₪ בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך תקבולים שנתיים בגין דמי ניהול מהמוחזקות העיקריות, דיבידנדים שוטפים מהראל פנסיה וגמל ומבסס"ח ותקבולי ריבית מהראל ביטוח בגין מכשירי הון רובד 1 נוסף שהונפקו לה על ידי החברה. כמו כן, אנו מניחים כי הראל ביטוח תוכל להמשיך ולחלק דיבידנדים מהרווח הנקי לאור עמידה בעודפי הון תחת משטר סולבנסי 2, בכפוף להמשך שמירה על מרווח ביטחון הולם אל מול החסם הרגולטורי. כנגד מקורות אלו, אנו מניחים שימושים שנתיים בהיקפים של כ- 315-360 מיליון ₪ בשנות התחזית, הכוללים תשלומי קרן וריבית מתאגידים בבנקאים, הוצאות הנהלה וכלליות והשקעות בחברות מוחזקות. אנו מניחים כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים אל בעלי המניות, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמוחזקות העיקריות וכתלות בשמירת כרית נזילות מספקת. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס שלנו, יחס שירות החוב השנתי (CASH+DSCR) הכולל יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות, צפוי להיות בולט לטובה ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 8.25-8.45. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה כאמור, ונתמך ביתרות נזילות משמעותיות בהיקף של כ-708 מיליון ₪ נכון ליום 30 בספטמבר 2020. יתרות נזילות אלו, כוללות תיק ניירות ערך סחיר בהיקף משמעותי (כ-608 מיליון ₪ לאותו מועד), ומאופיין בפרופיל סיכון שוק נמוך, להערכתנו. בנוסף, לחברה קיימת מסגרת אשראי פנויה וחתומה בהיקף משמעותי של כ-240 מיליון ₪, ואנו מניחים כי היא תישאר בתוקף במהלך השנה הקרובה. לחברה גמישות פיננסית איתנה, הנגזרת ממדיניות פיננסית שמרנית, הבאות לידי ביטוי ביחס כיסוי ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו, בטווח של 5.3-6.5. בנוסף, הגמישות הפיננסית באה לידי ביטוי בשיעור מינוף (LTV) ויחס חוב פיננסי ל-FFO בולטים לטובה, אשר צפויים לנוע להערכתנו בטווחים שליליים שבין 2.5%-3.0% ו-2.7%-2.3, בהתאמה, תחת מספר תרחישים לגבי היקף החוב של החברה. להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית ומעידה, בין היתר, על מידת שמרנות של הנהלת החברה בנוגע לניהול הנזילות וניהול סיכונים קפדניים לאורך זמן. מידורג מצפה כי החברה תמשיך להפגין מדיניות ניהול סיכונים ומדיניות נזילות שמרנית, תוך המשך הותרת מרווחי נזילות מספקים על מנת להתמודד עם שינויים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידורג. יחד עם זאת, נציין כי קיימת בשלב זה אי וודאות גבוהה בנוגע להשפעות התפשטות נגיף הקורונה על הסביבה הכלכלית וענף הפיננסים ככלל והחברה בפרט.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור במידת ריכוזיות תיק האחזקות והתזרים מהמוחזקות העיקריות

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת במצבו הפיננסי של המבטח, ולא פגיעה בדירוג המבטח
- שחיקה בנראות התקבולים מהחברות המוחזקות
- עליה משמעותית בהיקף החוב ועומס הפירעונות, אשר יעיבו על גמישותה הפיננסית של החברה

הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/09/2019	30/09/2020	
5,318	5,583	5,765	6,759	6,426	7,071	השקעות במוחזקות [1]
342	426	654	668	496	708	מזומנים ויתרות נזילות
5,699	6,042	6,455	7,503	6,986	7,865	סה"כ נכסים [1]
5,161	5,558	6,160	6,902	6,564	7,309	הון עצמי [1]
490	444	392	532	351	494	חוב פיננסי ברוטו

3%	0%	-5%	-2%	-2%	-3%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
70%	96%	167%	126%	141%	143%	נזילות לחוב [2]

72	82	94	123	87	71	רווח תפעולי [3]
423	846	542	978	640	407	סה"כ רווח כולל המיוחס לבעלי החברה [1]
214	512	217	143	142	27	דיבידנד שהתקבל
(171)	(461)	(214)	(236)	(236)	-	דיבידנד וריבית ממוחזקות

[1] החל משנת 2019, כולל השפעת תיקון חוזר ה-LAT שפורסם במארכ 2020 והחל משנת 2018 בסעיף ההון העצמי; [2] מזומנים ותיק נ"ע ביחס לחוב הפיננסי ברוטו [3] לא כולל את חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאדני

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

תיק האחזקות הינו ריכוזי בענף הפיננסיים כאשר אחזקת שליטה בהראל ביטוח מהווה שיקול מהותי בדירוג

החברה בעלת תיק אחזקות ריכוזי בענפי הביטוח, חיסכון ארוך טווח והפיננסיים, כאשר שלושת המוחזקות העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשלושתן) הינן הראל ביטוח, הראל פנסיה וגמל והראל פיננסיים, המהוות כ- 67%, 9% ו-8% משווי ההשקעות בספרי החברה בהתאמה, נכון ל-31 בדצמבר 2019. נכסי בסיס אלה צפויים להמשיך ולהוות את המרכיב העיקרי בשווי ובתקבולי המזומנים בתרחיש הבסיס שלנו בשנים 2021-2022. הראל ביטוח מאופיינת בפרופיל עסקי חזק, הנתמך בגודלה של החברה במונחי פרמיות ברוטו והיקף נכסים מנוהלים, בפיזור טוב יחסית של קווי עסקים, בנתחי שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח (המבטח בעל נתחי השוק הגבוהים ביותר בתחומי ביטוחי הבריאות והביטוח הכללי), המהווים פוטנציאל ליצור הכנסות עתידיות. כמו כן, הראל ביטוח מאופיינת ברווחיות בולטת לטובה ביחס לקבוצת השוואה³, אשר תומכת בבניית הכרית ההונית. בנוסף, הראל ביטוח מאופיינת בפרופיל נזילות הולם, הנתמך בתמהיל הפעילות המגוון ובמח"מ התחייבויות ארוך יחסית, אך הגמישות הפיננסית אינה בולטת לטובה נוכח מינוף פיננסי גבוה יחסית. ביום 1 באפריל 2020 נכנס לתוקף השינוי המבני בקבוצה אשר במסגרתו הועברו הזכויות של הראל ביטוח בתיקי הלקוחות והמוניטין של פעילות הגמל, להראל פנסיה וגמל, ומיד לאחר מכן הועברו מלוא החזקותיה של הראל ביטוח בהראל פנסיה וגמל לחברה, בדרך של דיבידנד בעין. כתוצאה משינוי זה, ניכרת תרומה לגיוון ופיזור מקורות התקבולים מהמוחזקות. הראל פנסיה וגמל מנהלת נכסים בהיקף של כ-123 מיליארד ₪, נכון ליום 30 בספטמבר 2020. אלה כוללים ניהול קרנות פנסיה בהיקף של כ-80 מיליארד ₪, המשקפים נתחי שוק משמעותיים של כ-18%, וניהול קופות גמל בסך של כ-43 מיליארד ₪, לאותו מועד. הראל פנסיה וגמל הציגה צמיחה מואצת של כ-65% בהיקף הנכסים המנוהלים משנת 2016 (נכסים מנוהלים בהיקף של 70 מיליארד ₪), בין היתר בגין חוזק המותג וסביבה מאקרו כלכלית ורגולטורית תומכת בשנים האחרונות. עובדה זו השתקפה בגידול בסך ההכנסות, אך ללא שיפור מהותי ברווח לאור תמורות רגולטוריות ולחץ מחירים הנובע מהתחרות בענף. להערכתנו, הסביבה העסקית תוסיף להיות מאתגרת בטווח הזמן של השנתיים הקרובות, כאשר לחץ המחירים צפוי להימשך ולהכביד על רווחיות הראל פנסיה וגמל, כמו גם על ענף החיסכון ארוך הטווח, נוכח רמת תחרות גבוהה, תמורות רגולטוריות וסביבת ריבית נמוכה אשר צפויים להמשיך וללחוץ על דמי הניהול, להערכתנו. כמו כן, המשבר הכלכלי הנובע מהתפשטות נגיף הקורונה ומהניסיונות למגר, הוביל להשפעות על הסביבה הכלכלית אשר באות לידי ביטוי, בין היתר, בעלייה בשיעורי האבטלה שצפויה להעיב אף היא על הצמיחה בהיקפי ההפקדות בעיקר

³ הפניקס חברה לביטוח, מגדל חברה לביטוח, כלל חברה לביטוח ומנורה מבטחים ביטוח.

במוצרים המנדטוריים לטווח הבינוני-ארוך, וזאת לצד התייעלות תפעולית שהחברה ביצעה במהלך שנת 2020. בנוסף, באוקטובר 2020, אישר דירקטוריון החברה את מיזוג קופת הגמל "קופת גמל למשרתי קבע בצה"ל", ואת המסלולים שבניהולה, לקופת הגמל של הראל פנסיה וגמל, אך שינוי זה לא צפוי להשפיע מהותית על תוצאות הראל פנסיה וגמל. החזקה מהותית נוספת הינה בהראל פיננסים (100%), המהווה את הזרוע הפיננסית של קבוצת הראל השקעות, ולה פעילויות שונות בתחום ניהול קרנות נאמנות, ניהול תיקים והשקעות אלטרנטיביות באמצעות חברות בנות, כאשר העיקרית מבניהן הינה הראל קרנות נאמנות בע"מ. הראל פיננסים מנהלת כ-54 מיליארד ₪ נכון ליום 26 בנובמבר 2020, בעיקר באמצעות חברה בת הראל קרנות נאמנות בע"מ, ואיננו צופים תקבולים מהותיים ממנה בתרחיש הבסיס.

לחברה מספר אחזקות נוספות שתורמות לפיזור התיק, ומבניהן נמנית "המצפן" שותפים לדרך בע"מ, בשיעור החזקה של 70%, המחזיקה ברישיון מורחב למתן אשראי ואשר החלה את פעילותה בנובמבר 2019. המצפן עוסקת ביצירת פתרונות מימון ליוזמים איכותיים בתחום העסקים הקטנים והבינוניים, לרבות הענקת הלוואות מזנין. עם זאת, פעילות זו אינה מהותית בשלב זה, אולם ככל והמצפן תציג צמיחה בהיקפי פעילותה, אנו צופים שתיתכן השקעה בה, מצד החברה, במהלך השנים הקרובות.

נחיתות מבנית אל מול התחייבויות המבטחים לצד מגבלות רגולטוריות מעיבים על חלוקת דיבידנד; דמי ניהול שנתיים

הנפת הראל פנסיה וגמל תומכים בנראות התקבולים מהמוחזקות

מבנה ההתחייבויות וההון הרגולטורי של חברות הביטוח מציב מספר שכבות הבכירות לחובה הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטחים לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחותים (באם קיימים). רק כאשר קיימת ודאות מסוימת, כי למבטחים היכולת לשרת את התחייבויותיהם, תיתכן חלוקת דיבידנד, שתשרת את חובה הפיננסי של החברה.

בנוסף, ענף הביטוח והחיסכון לזמן ארוך המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבות ואיתנות הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. כתוצאה מכך, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותה של הראל ביטוח ובס"ח, לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. כך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מחלק מהמוחזקות המהותיות שלה, תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית.

תנאי מרכזי לפוטנציאל החלוקה, הינו עמידה ביחס כושר פירעון בשיעור של לפחות 100% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה, ללא התאמת תרחיש מניות ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון) לפי חוזר הסולבנסי 2 המעודכן⁴, אשר פורסם במהלך חודש אוקטובר 2020.

בחודש נובמבר 2020, אישר דירקטוריון הראל ביטוח את עדכון תכנית לניהול ההון ונקבעו בשלב זה, כללי סף לחלוקת דיבידנד, הכוללים יחס כושר פירעון כלכלי מינימאלי בהתחשב בהוראות הפריסה בשיעור של כ-135%, ויחס כושר פירעון מינימאלי ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה, בשיעור של 105%. בהתאמה לכך, יחסי כושר הפירעון של הראל ביטוח ליום 31 בדצמבר 2019 עמדו על 170% (בהתחשב בהוראות בתקופת הפריסה) ועל כ-113% (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה). אנו מניחים, כי לאור השפעות התפשטות נגיף הקורונה, סביבת הריבית הנמוכה ורגישותו הגבוה של מודל החישוב החדש של יחס הסולבנסי 2 לשינויים רגולטוריים ומשתני שוק ואחרים, פוטנציאל היקף החלוקה מהראל ביטוח יהיה מוגבל בתרחיש הבסיס שלנו לשנתיים הקרובות. כמו כן, דירקטיב סולבנסי 2 חלה גם על חברות ביטוח האשראי המקומיות, ביניהן בס"ח (Aa2.il יציב IFS)), המוחזקת בשיעור של כ-50% על ידי החברה. לבס"ח לא קיימת מדיניות חלוקת דיבידנדים סדורה, אך היא מאופיינת בעודפי הון משמעותיים, המקבלים ביטוי ביחס כושר פירעון נכון ליום 31 בדצמבר 2019, של כ-386% בהתחשב בהוראות בתקופת הפריסה וכ-279% ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה. כמו כן, בס"ח קבעה יעד כושר פירעון מינימלי לחלוקת דיבידנד של כ-200%. להערכתנו, בס"ח צפויה להמשיך ולשמור על פער מספק מיעד הדירקטוריון בטווח הזמן הקצר והבינוני, אשר יאפשר המשך חלוקת דיבידנדים לפי תרחיש הבסיס שלנו, וכתלות בהשפעת התפשטות נגיף הקורונה על הפעילות הכלכלית במשק. בהתאם לכך, אנו צופים חלוקת דיבידנדים מבס"ח בהיקפים של כ-30-20 מיליון ₪ בשנה. נציין כי במהלך יולי 2020 חילקה בס"ח דיבידנד בסך של 20 מיליון ₪ (חלק החברה: כ-10 מיליון ₪).

⁴ בחודש אוקטובר 2020 פרסם הממונה על שוק ההון את תיקון החוזר המאוחד לעניין הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברות הביטוח מבוסס סולבנסי 2, כאשר השינויים המרכזיים נגעו בעדכון מנגנון הוראות הפריסה, עידוד השקעה בתשתיות והכרה במניות המוחזקות לטווח ארוך.

הנפת הראל פנסיה וגמל אל החברה מהראל ביטוח כאמור, משפרת את נראות התקבולים ממנה ביחס למבטחים, בין היתר, בשל עודפי הון משמעותיים בסך של כ-547 מיליון ₪ נכון ל-30 בספטמבר 2020, חשיפה נמוכה יותר למשתני שוק ופוטנציאל יצור רווחים הנובע מיתרונות לגודל. לאור זאת, אנו צופים חלוקת דיבידנדים מהראל פנסיה וגמל בהיקפים של כ-40-50 מיליון ₪ בשנה. נציין כי בנובמבר 2020, הכריזה הראל פנסיה וגמל על דיבידנד בסך 85 מיליון ₪.

לצד כל אלו, קיימים לחברה הסכמים מול חלק מהחברות המוחזקות שלה, אשר במסגרתם היא זכאית לקבל דמי ניהול בשיעור של 0.5% מהפרמיה שגובות חברות הביטוח, דמי ניהול בשיעור של 3% מדמי הניהול שגובות החברות המנהלות של קופות הגמל ודמי ניהול בשיעור של 0.5% מדמי הגמולים שמתקבלים אצל החברות המנהלות של קרנות הפנסיה בקרנות הפנסיה המקיפות שבניהולן, וזאת בתמורה לשירותי ניהול וייעוץ במגוון תחומים, שמעניקה החברה לחברות אלה. תוקף ההסכמים הינם מיום ה-1 בינואר 2009, והם ניתנים לביטול בתום כל שנה קלנדרית, וכוללים סייגים⁵ נוספים. כנגזר מכך, החברה גובה דמי ניהול מהמוחזקות העיקריות (הראל ביטוח והראל פנסיה וגמל) בהיקפים של מעל לכ-100 מיליון ₪ בשנה, אשר תורמים לשירות החלויות השוטפות בחברה ולצרכיה השוטפים, לצד תקבולי הדיבידנדים מהמוחזקות.

יחסי שירות החוב בולטים לטובה ביחס לדירוג, ונתמכים בהסכמי דמי ניהול שנתיים ומיתרות נזילות משמעותיות הכוללות מסגרת אשראי חתומה בהיקף משמעותי

לחברה היקף חוב (סולו), אשר הסתכם נכון ליום 30 בספטמבר 2020 לסך של כ-494 מיליון ₪, ומקורו מהלוואות מבנקים שונים. היקף חוב זה עלה ביחס לתקופה מקבילה אשתקד (כ-351 מיליון ₪), וזאת בעיקר לאור נטילת שתי הלוואות בנקאיות בסך כולל של 190 מיליון ₪ ופירעונות קרן וריבית שנתיים שוטפים. לוח הסילוקין בגין סך ההלוואות הבנקאיות בחברה הינו נוח יחסית, וצפוי לנוע להערכתנו בשנתיים הקרובות בטווח של כ-95-90 מיליון ₪ (תשלומי קרן וריבית⁷ שנתיים).

בתרחיש הבסיס לשנים 2021-2022, אנו מניחים היקף מקורות של כ-200-270 מיליון ₪ בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך תקבולים שנתיים בגין דמי ניהול מהמוחזקות העיקריות (הראל ביטוח והראל פנסיה וגמל) בסך של 120 מיליון ₪, דיבידנד מהראל פנסיה וגמל בהיקפים של כ-50 מיליון ₪, דיבידנד מבסס"ח בהיקפים של כ-15-10 מיליון ₪ ותקבולי ריבית מהראל ביטוח בגין מכשירי הון רובד 1 נוסף שהונפקו בסך מצטבר של כ-14 מיליון ₪. כמו כן, הראל ביטוח לא חילקה דיבידנדים אל בעלי המניות במהלך שנת 2020, אך אנו מניחים כי היא תוכל להמשיך ולחלק דיבידנדים מהרווח הנקי לאור עמידה בעודפי הון תחת משטר סולבנסי 2. אנו מניחים כי החברה תשמור על מרווח ביטחון הולם אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנודתיות הצפויה של היחס.

כנגד מקורות אלו, אנו מניחים שימושים שנתיים בהיקפים של כ-315-360 מיליון ₪ בשנות התחזית, הכוללים תשלומי קרן וריבית מתאגידים בנקאיים בסך של כ-95-90 מיליון ₪ בשנה, הוצאות הנהלה וכלליות של כ-40-35 מיליון ₪ בשנה והשקעות נוספות בחברות מוחזקות.

אנו מניחים כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים אל בעלי המניות, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמוחזקות העיקריות וכתלות בשמירת כרית נזילות מספקת. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס שלנו, יחס שירות החוב השנתי (CASH+DSCR) הכולל יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות, צפוי להיות בולט לטובה ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 8.25-8.45.

⁵ לא כולל דיבידנד שהוכרז על ידי הראל פנסיה וגמל בנובמבר 2020 בסך 85 מיליון ₪

⁶ דמי הניהול לא משולמים בגין דמי גמולים שיתקבלו מצה"ל; נקבעה לדמי הניהול שמשלמת הראל פנסיה להראל השקעות תקרה בסך של 50 מיליון ₪ לשנה
⁷ לא כולל הכנסות ריבית שנתיים בסך 14 מיליון ₪, הנובעות משטרי ההון שהנפיקה החברה להראל ביטוח בשנת 2014 אשר היקפם עומד על כ-351 מיליון ₪ נכון ל-30 בספטמבר 2020.

גמישות פיננסית איתנה הנגזרת ממדיניות פיננסית יציבה ושמרנית ביחס לקבוצת ההשוואה אשר באות לידי ביטוי ביחסי מינוף וכיסוי בולטים לטובה ביחס לדירוג

להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית איתנה, הנתמכת ביחס כיסוי ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו, בטווח של 5.3-6.5.

כאמור, לחברה היקף חוב ברוטו אשר הסתכם נכון ליום 30 בספטמבר 2020 לסך של כ-494 מיליון ₪ ולצד זאת, לחברה קיימות יתרות נזילות (מזומנים ותיק נ"ע) משמעותיות, אשר הסתכמו נכון ליום 30 בספטמבר על כ-708 מיליון ₪. כך, לחברה היקף חוב פיננסי (נטו) שלילי התומך בגמישות הפיננסית של החברה. בהתאם לכך, החברה מאופיינת בשיעור מינוף (LTV)⁸ ויחס חוב פיננסי ל-FFO בולטים לטובה, אשר צפויים לנוע להערכתנו בטווחים שליליים שבין 2.5%-3.0% ו-2.3-2.7, בהתאמה, תחת מספר תרחישים לגבי היקף החוב של החברה. רמת המינוף הנמוכה תומכת ביכולת מחזור החוב של החברה, במידת הצורך. הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לטובה גם מנגישות גבוהה לגורמים המממנים, מרחק מספק מאמות מידה פיננסיות, בעלות ושליטה במוחזקות העיקריות, היעדר קובננטים אפקטיביים בהלוואות הבנקאיות ונכסים מהותיים פנויים משעבוד. להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה ושמרנית ומעידה, בין היתר, על מידת שמרנות של הנהלת החברה בנוגע לניהול הנזילות וניהול סיכונים קפדניים לאורך זמן. מידרוג מצפה כי החברה תמשיך להפגין מדיניות ניהול סיכונים ומדיניות נזילות שמרנית, תוך המשך הותרת מרווחי נזילות מספקים על מנת להתמודד עם שינויים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים.

פרופיל הנזילות בולט לטובה ונתמך ביתרות נזילות משמעותיות

נכון ליום 30 בספטמבר 2020, קיימות לחברה יתרות נזילות בהיקף משמעותי של כ-708 מיליון ₪ כאמור, המהווים כ-130%⁹ מסך החוב ברוטו לאותו מועד וכ-280% משירות החוב (קרן וריבית) הצפוי בשנתיים הקרובות, תחת מספר תרחישים לגבי היקף החוב. כרית הנזילות כוללת תיק ניירות ערך סחיר בהיקף משמעותי (כ-608 מיליון ₪ לאותו מועד), ומאופיין בפרופיל סיכון שוק נמוך, להערכתנו. בנוסף, לחברה קיימת מסגרת אשראי פנויה וחתומה בהיקף משמעותי של כ-240 מיליון ₪, ואנו מניחים כי היא תישאר בתוקף במהלך השנה הקרובה. מסגרת אשראי זו מהווה כרית ביטחון נוספת אל מול הסביבה העסקית המתגברת ולא אירועים חד פעמיים ובלתי צפויים, כדוגמת התפשטות נגיף הקורונה במהלך שנת 2020. בתרחיש הבסיס של מידרוג, היתרות הנזילות צפויות להישחק, ולעמוד על כ-630-650 מיליון ₪ בסוף שנת 2021, בעיקר לאור הערכתנו לתמיכה בחברות מוחזקות וחלוקת דיבידנד נוספת¹⁰ אפשרית אל בעלי המניות במהלך השנה. עם זאת, אנו צופים כי החברה תמשיך לשמור על כרית נזילות לאורך זמן, וכתלות בהיקף חלוקת הדיבידנדים ככל ויהיו. לאור הנאמר לעיל, היקף החוב צפוי לקטון בהתאם ללוח הסילוקין של החברה, כך ששיעור הנזילות מסך החוב ברוטו במועד זה צפוי להיות ברמה דומה (לעומת שנת 2020) ולעמוד על כ-133%.

⁸ מינוף החברה (LTV) נבחן כפרופורציה בין רמת החוב הפיננסי של החברה לבין שווי אחזקותיה, ולוקח בחשבון את יתרות הנזילות של החברה.

⁹ שיעור הנזילות לסך החוב לוקח בחשבון תרחישי לחץ שונים בקשר עם תיק ניירות הערך של החברה; ללא תרחיש לחץ עמד היחס על כ-143%

¹⁰ בינואר 2021, החברה חילקה דיבידנד אל בעלי המניות בסך של כ-107 מיליון ₪, לאחר שלא חילקה דיבידנד בשנת 2020

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג [1]		ליום 30.09.2020		פרמטרים	קטגוריה	
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]			
Aa.il	-	Aa.il	-	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	פרופיל תיק ההחזקות	
A.il	-	A.il	-	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים% הכנסות קמעונאיות		
Baa.il	-	Baa.il	-	מאפייני ריכוזיות התיק		
Aaa.il	-2.91%	Aaa.il	-2.93%	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם	פרופיל פיננסי	
Aa.il	5.88	A.il	3.88	ICR		
Aaa.il	-2.51	Aaa.il	-3.69	חוב פיננסי ל-FFO		
Aa.il	-	Aa.il	-	גמישות פיננסית		
Aaa.il	8.34	Aaa.il	12.90	DSCR+CASH		
Aa.il	-	Aaa.il	-	מדיניות פיננסית		
Aa2.il		Aa2.il		דירוג נגזר		
Aa2.il				דירוג 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 תרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק

דוחות קשורים

[ב.ס.ס.ח - החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)

[דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2017](#)

[דירוג חברות ביטוח אשראי - דוח מתודולוגי, מאי 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

24.02.2021

שם יוזם הדירוג:

הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>