

הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסים בע"מ

מעקב | מרץ 2022

אנשי קשר:

ניל הראל

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
nilh@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

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

הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ ("החברה").
אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	5850110	Aa2.il	יציב	31/12/2035

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג המנפיק נתמך באחזקת שליטה בהראל חברה לביטוח בע"מ ("הראל ביטוח" ו/או "המבטח") (Aa1.il, יציב), בגמישות פיננסית גבוהה המאופיינת במינוף נמוך וביחסי כיסוי בולטים לטובה, כפי שבא לידי ביטוי גם במדיניות פיננסית יציבה ושמרנית, להערכתנו. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה לאורך זמן, כפי שמשקף ביחס שירות חוב (DSCR כולל יתרות נזילות).
על אף הרחבת היקף החברות המוחזקות בשנתיים האחרונות, לחברה תיק אחזקות ריכוזי בענפי הביטוח, חיסכון ארוך טווח והפיננסים, כאשר שלושת המוחזקות העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשלושתן) הינן הראל ביטוח, הראל פנסיה וגמל בע"מ ("הראל פנסיה וגמל") והראל פיננסים אחזקות בע"מ ("הראל פיננסים"), המהוות את החלק העיקרי משווי ההשקעות וההלוואות למוחזקות. בשנתיים האחרונות החברה פעלה להרחיב ולפזר את תיק האחזקות כאמור, וזאת בין היתר על ידי העברת מלוא הון המניות של הראל פנסיה וגמל ושל החזקות במשכנתאות ישראל בע"מ ("EMI החזקות"), על ידי חלוקת דיבידנד בעין מהראל ביטוח אל החברה. אנו סבורים, כי שתי החברות הללו יוכלו לאורך זמן לתמוך בשירות החוב בחברה, בשל עודפי ההון, יכולת ייצור תזרים בשתייהן וחשיפה נמוכה יחסית למשטני שוק. בנוסף, לחברה מספר אחזקות נוספות שתורמות לפיזור התיק, ומבטיחות נמנית "המצפן" שותפים לדרך בע"מ (70%), המחזיקה ברישיון מורחב למתן אשראי. המצפן עוסקת ביצירת פתרונות מימון ליזמים איכותיים בתחום העסקים הקטנים והבינוניים, לרבות הענקת הלוואות מזיני. עם זאת, תרומתה לשווי ולתזרים אינה צפויה להיות מהותית בטווח הזמן הקצר. נציין, כי, לחברה קיימים הסכמים מול חלק מהחברות המוחזקות שלה, אשר במסגרתם היא זכאית לקבל דמי ניהול, בתמורה לשירותי ניהול וייעוץ. התזרימים המתקבלים בגין הסכמים אלה, תורמים אף הם לשירות החוב בחברה ולנזילותה, כאשר הם מהווים גורם הכנסות יציב יחסית, התומך בדירוג החברה.

בתרחיש הבסיס לשנים 2022-2023, אנו צופים היקף מקורות של כ- 450-500 מיליון ₪ בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך קבלת דמי ניהול שנתיים, דיבידנד ממוחזקות, תקבולי ריבית מהראל ביטוח בגין מכשירי הון רוברד 1 נוסף שהונפקו לחברה, החזר הלוואה (קרן וריבית) שניתנה להראל פנסיה וגמל על פי תנאי לוח הסילוקין ופירעון שטרי חוב ממוחזקות. כנגד מקורות אלו, אנו מניחים שימושים שנתיים בהיקפים של כ- 290-475 מיליון ₪ בשנה בטווח התחזית, הכוללים תשלומי קרן וריבית מתאגידים בנקאיים, הוצאות הנהלה וכלליות והמשך השקעות במוחזקות. יחד עם זאת, אנו מניחים כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים אל בעלי המניות, על פי מדיניות הדיבידנד שנקבעה על ידי הדירקטוריון החברה (30% מהרווח הכולל על פי הדוחות הכספיים המאוחדים השנתיים), ובהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמבטח, תוך הנחתנו להמשך שמירה של כרית הנזילות. בתרחיש זה, יחס שירות החוב השנתי (DSCR+CASH) הכולל יתרות נזילות (מזומן ותיק נ"ע) ומסגרת אשראי חתומה, צפוי לנוע בטווח שבין 17x-18x, שהינו בולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה, ומעיד על נזילות ויכולת ייצור תזרים גבוהות ביחס לחלויות השוטפות. כמו כן, פרופיל הנזילות של החברה נתמך ביתרות נזילות בהיקף משמעותי של כ-882 מיליון ₪ נכון ליום 30 בספטמבר 2021. יתרות אלו כוללות תיק ניירות ערך סחיר בהיקף משמעותי (כ-738 מיליון ₪ לאותו מועד), המאופיין להערכתנו בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית, על אף שינוי מסוים

¹ דיבידנדים, דמי ניהול וריבית מחברות מוחזקות בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לתשלומי קרן וריבית
² EMI החזקות מחזיקה במלוא הון המניות של חברת אי.אמ.אי - עזר חברה לביטוח משכנתאות בע"מ

בתמהיל ההשקעות, במסגרתו הגדילה החברה, בין היתר, את החשיפה למניות ולקרנות השקעה חלף נכסים סולידיים, ביחס למועד המעקב הקודם.

להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס בטווח שבין 12x-13x. בנוסף, הגמישות הפיננסית משתקפת בשיעור מינוף (LTV) ויחס חוב פיננסי ל-FFO בולטים לטובה, אשר צפויים לנוע להערכתנו בטווחים שליליים שבין 3.0%-6.0% ו-1.5x-2.5x, בהתאמה, כאשר רמת המינוף הנמוכה תומכת להערכתנו ביכולת מחזור החוב של החברה, במידת הצורך. כמו כן, הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב גם מנגישות גבוהה לגורמים המממנים, מרחק מספק מאמות מידה פיננסיות, בעלות ושליטה במוחזקות העיקריות, היעדר קובננטים אפקטיביים בהלוואות הבנקאיות ובאגרות החוב ונכסים מהותיים פנויים משעבוד.

להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיוותר יציבה ושמרנית ומעידה, בין היתר, על מידת שמרנות של הנהלת החברה בנוגע לניהול סיכונים נזילות ושוק קפדניים לאורך זמן. מדיניות זו מתבטאת בהגדרת יעדי חוב והון, החזקת נכסים נזילים בהיקפים מספקים תוך הגדרת מאפייני הסיכון בתיק הנוסטרו שלה. להערכתנו, מדיניות זו תומכת ביציבותה של החברה, ובפוטנציאל התמודדותה עם שינויים בסביבה העסקית, לרבות אירועים בלתי צפויים וחד פעמיים. הגדרת מדיניות הדיבידנדים בחברה, כאמור, תומכת אף היא ביכולת החיזוי והשקיפות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידורג. נציין כי עדיין קיים מרכיב של אי וודאות בנוגע לאפשרות התפשטות וריאנטים נוספים של נגיף הקורונה, והשפעתם האפשרית על הסביבה הכלכלית, ענף 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
- עלייה משמעותית בהיקף החוב ובעומס הפירעונות, אשר יעיבו על גמישותה הפיננסית של החברה

הראל השקעות לביטוח ופיננסים בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	30/09/2020	30/09/2021	
5,843	6,011	6,759	7,368	7,071	8,151	השקעות והלוואות במוחזקות [1]
426	654	668	797	708	882	מזומנים ויתרות נזילות
6,302	6,701	7,522	8,268	7,884	9,163	סה"כ נכסים [1]
5,818	6,160	6,902	7,735	7,309	8,401	הון עצמי [1]
444	392	532	454	494	671	חוב פיננסי ברוטו

0%	-4%	-2%	-5%	-3%	-3%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
96%	167%	126%	176%	143%	131%	נזילות לחוב [2]

82	94	123	104	71	81	רווח תפעולי [3]
846	528	978	833	407	940	סה"כ רווח כולל המיוחס לבעלי החברה [1]
512	217	143	43	27	17	דיבידנד שהתקבל [4]
(461)	(107)	(343)	-	-	(257)	דיבידנד ששולם

[1] כולל השפעת תיקון חוזר ה-LAT שפורסם במארכ 2020; [2] מזומנים ותיק ני"ע ביחס לחוב הפיננסי ברוטו [3] לא כולל את חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני; [4] לא כולל דיבידנד שהתקבל מהחזקות במשכנתאות ישראל בע"מ בסך 310 מיליוני ₪, באוגוסט 2021.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה בעלת תיק אחזקות ריכוזי בענפי הביטוח, חיסכון ארוך טווח והפיננסים, כאשר שלושת המוחזקות העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשלושתן) הינן הראל ביטוח, הראל פנסיה וגמל והראל פיננסים, המהוות כ- 72%, 13% ו-7% משווי ההשקעות וההלוואות למוחזקות בספרי החברה בהתאמה, נכון ל-30 בספטמבר 2021. נכסי בסיס אלה צפויים להמשיך ולהוות את המרכיב העיקרי בשווי ובתקבולי המזומנים בתרחיש הבסיס שלנו בשנים 2022-2023. הראל ביטוח מאופיינת בפרופיל עסקי חזק, המתאפיין בנתחי שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח, בפיזור טוב יחסית של קווי עסקים, בשליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, אשר תומכים בפוטנציאל ליצור הכנסות עתידיות. כמו כן, הראל ביטוח מאופיינת ברווחיות טובה ביחס לקבוצת השוואה³, אשר תומכת בבניית הכרית ההונית שלה. בנוסף, הראל ביטוח מאופיינת בפרופיל נזילות הולם, הנתמך בתמהיל הפעילות המגוון ובמח"מ התחייבויות ארוך יחסית, אך גמישותה הפיננסית מושפעת לשלילה נוכח מינוף פיננסי גבוה יחסית. נציין כי, במהלך שנת 2021, רכשה הראל ביטוח את פעילותה הביטוחית של שירביט חברה לביטוח בע"מ ("שירביט"). במסגרתה כלל לקוחותיה של שירביט עברו תחת ניהולה של הראל ביטוח, כאשר רכישה זו צפויה לחזק את ביסוסה של הראל בענף הביטוח הכללי.

הראל פנסיה וגמל מנהלת נכסים בהיקף של כ-170 מיליארד ₪, נכון ליום 31 בינואר 2022. אלה כוללים נכסי קרנות פנסיה בהיקף של כ-106 מיליארד ₪ (המהווים נתחי שוק משמעותיים של כ-19% בענף זה) ונכסי קופות גמל בסך של כ-46 מיליארד, נכון לאותו מועד. יחד עם זאת, במהלך שנת 2021, הושלמה התקשרות בין הראל פנסיה וגמל לבין פסגות קופות גמל ופנסיה בע"מ ("פסגות"), במסגרתה הראל פנסיה וגמל רכשה מפסגות את פעילותן של מספר קופות גמל וקרנות פנסיה ("הפעילות הנרכשת"), הכוללות את קרן הפנסיה הוותיקה ה.ע.ל (בהיקף של 18 מיליארד ₪ נכון לאותו מועד) שנוהלה בעבר על ידי פסגות. אנו צופים כי עסקה זו תתמוך בשיפור רווחיותה של הראל פנסיה וגמל, וזאת על אף הצפי להמשיך תמורות רגולטוריות, תנודתיות מוגברת בשוקי ההון ולחץ מחירים הנובע מהתחרות בענף.

הזרוע הפיננסית של הקבוצה מנוהלת על ידי הראל פיננסים, הפועלת באמצעות חברות בנות המוחזקות על ידה, אשר עוסקות בין היתר בניהול תיקי השקעות, הנפקה וניהול קרנות נאמנות, השקעות אלטרנטיביות ובמתן שירותים פיננסיים לגופים שונים. היקף הנכסים המנוהלים על ידי עמד על 56 מיליארד ₪ נכון ליום 30 בספטמבר 2021, וללא שינוי מהותי בהיקפם ביחס לתקופה מקבילה

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

⁴ לפי נתוני גמל נט ופנסיה נט

אשתקד. הראל פיננסים רשמה רווח לפני מס בסך של 54 מיליון ₪ ב-3 הרבעונים הראשונים לשנת 2021, המהווים שיפור ביחס לתקופה מקבילה אשתקד (כ-33 מיליון ₪) אשר נבעו בין היתר מהתשוואות הגבוהות שאפיינו את שנת 2021 ולצד מיקוד הקבוצה בענף זה, לרבות בתחום השקעות האלטרנטיביות.

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 ליזמים איכותיים בתחום העסקים הקטנים והבינוניים, לרבות הענקת הלוואות מזנין. עם זאת, פעילות זו אינה מהותית ברמת הקבוצה בשלב זה, אולם ככל והמצפן תמשיך להציג צמיחה בהיקפי פעילותה, אנו צופים המשך השקעות בה, מצד החברה, במהלך השנים הקרובות. נציין כי, לחברה אחזקות נוספות במבטחים בחו"ל - Interasco Societe Anonyme General Insurance Company (94%), הפועלת ביוון בתחום הביטוח הכללי ו-Turk Nippon Sigorta A.S. (100%), הפועלת בטורקיה. מידורג תמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות העסקיות וההשפעות הפוליטיות והמאקרו כלכליות, בעיקר בחברת הביטוח הטורקית, לרבות השפעת שער החליפין והשפעתה על תוצאות החברה.

נחיתות מבנית אל מול התחייבויות המבטחים לצד מגבלות רגולטוריות מעיבים על חלוקת דיבידנד אולם פעולות החברה לפיזור התיק האחזקות לצד דמי ניהול שנתיים תומכים בנראות התקבולים מיתר המוחזקות

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 המבטחים. כתוצאה מכך, קיימות מגבלות ומגננוני בקרה רבים על פעילותה של הראל ביטוח, לרבות ביצוע חלוקת דיבידנד וניהול מקורות ההון. כך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהמבטח, תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית.

תנאי מרכזי לפוטנציאל החלוקה, הינו עמידה ביחס כושר פירעון בשיעור של לפחות 100% לפי חוזר סולבנסי 2 (ללא התחשבות בתקופת הפריסה וללא התאמת תרחיש מניות) ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון המבטח. על פי תכנית ניהול ההון של הראל ביטוח, נקבעו 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%. יחד עם זאת, בפברואר 2021 אישר דירקטוריון הראל ביטוח מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה זו תחלק דיבידנד בשיעור של לפחות 35% מהרווח הכולל על פי הדוחות הכספיים המאוחדים השנתיים שלה, תוך עמידה בכללי הסף שצוינו לעיל. בהתאמה לכך, יחסי כושר הפירעון של הראל ביטוח ליום 31 בדצמבר 2020 עמדו על 159% (בהתחשב בהוראות בתקופת הפריסה) ועל כ-105% (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה). בתוך כך, אנו צופים המשך חלוקת דיבידנדים מהראל ביטוח על פי המדיניות שנקבעה, ככל וזו תעמוד ביחסים המינימאליים שהוגדרו על ידי דירקטוריון המבטח, כאמור.

נציין לחיוב את השינויים המבניים בקבוצת הראל בשנתיים האחרונות, אשר כללו את העברת מלוא הון המניות של הראל פנסיה וגמל ואת העברת מלוא הון המניות ב-EMI החזקות על ידי חלוקת דיבידנד בעין מהראל ביטוח אל החברה. אנו סבורים, כי שתי החברות הללו יוכלו לאורך זמן לתמוך בשירות החוב בחברה, וזאת בין היתר בשל עודפי ההון, יכולת ייצור תזרים בשיתוף וחשיפה נמוכה יחסית למשתני שוק. כך, נכון ל-30 בספטמבר 2021, עודפי ההון בהראל פנסיה וגמל עמדו על 508 מיליון ₪ (לא כולל חלוקת דיבידנד בסך 40 מיליון ₪ בחודש נובמבר לשנת 2021), והיתרות הנזילות עמדו על 218 מיליון ₪, לעומת הון נדרש⁵ של 191 מיליון ₪ לאותו מועד. אלו תומכים בהערכתנו להמשך קבלת תזרים שנתי שוטף מהראל פנסיה וגמל בטווח התחזית. יחד עם זאת, באוגוסט 2021 EMI החזקות חילקה דיבידנד חד פעמי בסך 310 מיליון ₪, ולהערכתנו, קיימת יכולת קבלת תזרים שנתי שוטף בסך 30 מיליון ₪ מפעילותה השוטפת של אי.אמ.אי - עזר חברה לביטוח משכנתאות בע"מ ("EMI ביטוח"), המוחזקת (100%) על ידי EMI החזקות. נציין

⁵ על פי תקנות ההשקעה של חברות מנהלות, עליהן להחזיק בנכסים נזילים בסכום שלא יפחת מ-50% מההון הנדרש

כי, לחברה קיימים הסכמים מול חלק מהחברות המוחזקות שלה, אשר מעגנים את זכאותה לקבל דמי ניהול בתמורה לשירותי ניהול וייעוץ במגוון תחומים. תוקף ההסכמים הינו מיום ה-1 בינואר 2009, כאשר הם ניתנים לביטול בתום כל שנה קלנדרית. אנו צופים כי החברה תמשיך לגבות דמי ניהול (בעיקר הראל ביטוח והראל פנסיה וגמל) בהיקפים של 120 מיליון ₪ בשנה, אשר תורמים לשירות החוב בחברה ולנזילותה, ומהווים גורם הכנסות יציב יחסית, התומך בדירוג החברה.

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

נכון ליום 30 בספטמבר 2021, לחברה היקף חוב (סולו) בסך של 670 מיליון ₪, המורכב מהלוואות מבנקים ומאגרות חוב במחזור. היקף החוב עלה ביחס לתקופה מקבילה אשתקד (כ-455 מיליון ₪), וזאת לאחר הנפקת אגרות חוב (סדרה א') בסך של 250 מיליון ₪ ע.ג. פריסה מחדש של החוב הבנקאי במח"מ ארוך יותר ולצד פירעונות קרן וריבית שנתיים שוטפים. פריסה זו של החוב גוזרת מבנה לוח סילוקין נוח יחסית, כאשר החלויות השוטפות (קרן וריבית⁶) צפויות לנוע בטווח שבין 55-60 מיליון ₪ בשנה, בטווח התחזית. בתרחיש הבסיס לשנים 2022-2023, אנו צופים היקף מקורות של כ-450-500 מיליון ₪ בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך קבלת דמי ניהול שנתיים בסך 120 מיליון ₪, דיבידנד ממוחזקות בסך 275-330 מיליון ₪ בשנה, תקבולי ריבית מהראל ביטוח בגין מכשירי הון רוברד 1 נוסף שהונפקו לחברה, החזר הלוואה (קרן וריבית) שניתנה להראל פנסיה וגמל על פי תנאי לוח הסילוקין ופירעון שטרי חוב ממוחזקות. כנגד מקורות אלו, אנו צופים שימושים שנתיים בהיקפים של כ-290-475 מיליון ₪ בשנה בטווח התחזית, הכוללים תשלומי קרן וריבית מתאגידים בנקאיים בסך של 55-60 מיליון ₪ בשנה, הוצאות הנהלה וכלליות בסך 35-40 מיליון ₪ בשנה והמשך השקעות במוחזקות. יחד עם זאת, אנו צופים כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים אל בעלי המניות, על פי מדיניות הדיבידנד שנקבעה על ידי הדירקטוריון החברה (30% מהרווח הכולל על פי הדוחות הכספיים המאוחדים השנתיים), ובהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמבטח, תוך הנחתנו להמשך שמירה של כרית הנזילות. בתרחיש בסיס זה, יחס שירות החוב השנתי (DSCR+CASH) הכולל יתרות נזילות (מזומן ותיק נ"ע) ומסגרת אשראי חתומה, צפוי לנוע בטווח שבין 17x-18x, שהינו בולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה, ומעיד על נזילות ויכולת ייצור תזרים גבוהות ביחס לחלויות השוטפות.

לחברה גמישות פיננסית גבוהה, המשתקפת במינוף נמוך וביחסי כיסוי בולטים לטובה; המדיניות הפיננסית בולטת לחיוב ביחס לקבוצת ההשוואה

להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו, בטווח שבין 12x-13x.

כאמור, לחברה היקף חוב ברוטו אשר הסתכם נכון ליום 30 בספטמבר 2021 לסך של כ-670 מיליון ₪, כאשר מנגד, לחברה קיימות יתרות נזילות (מזומנים ותיק נ"ע) משמעותיות, אשר עמדו על כ-882 מיליון ₪, לאותו מועד. כנגד מכך, לחברה היקף חוב פיננסי (נטו) שלילי התומך בגמישותה הפיננסית של החברה. בהתאם לכך, החברה מאופיינת בשיעור מינוף (LTV)⁷ ויחס חוב פיננסי ל-FFO בולטים לטובה, אשר צפויים לנוע להערכתנו בטווחים שליליים שבין 3.0%-6.0% ו-1.5x-2.5x, בהתאמה, כאשר רמת המינוף הנמוכה תומכת להערכתנו ביכולת מחזור החוב של החברה, במידת הצורך. כמו כן, נציין כי הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב גם מנגישות גבוהה לגורמים המממנים, מרחק מספק מאמות מידה פיננסיות, בעלות ושליטה במוחזקות העיקריות, היעדר קובננטים אפקטיביים בהלוואות הבנקאיות ובאגרות החוב ונכסים מהותיים פנויים משעבוד.

להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיוותר יציבה ושמרנית ומעידה, בין היתר, על מידת שמרנות של הנהלת החברה בנוגע לניהול סיכונים נזילות ושוק קפדניים לאורך זמן. מדיניות זו מתבטאת בהגדרת יעדי חוב והון, החזקת נכסים נזילים בהיקפים מספקים תוך הגדרת מאפייני הסיכון בתיק הנוסטרו של החברה. להערכתנו, מדיניות זו תומכת ביציבותה של החברה, ובפוטנציאל

⁶ לא כולל הכנסות ריבית שנתיים, הנובעות משטרי ההון שהנפיקה החברה להראל ביטוח בשנת 2014 אשר היקפם עומד על כ-352 מיליון ₪ נכון ל-30 בספטמבר 2021.
⁷ מינוף החברה (LTV) נבחן כפרופורציה בין רמת החוב הפיננסי של החברה לבין שווי אחזקותיה, ומביא בחשבון את יתרות הנזילות של החברה.

התמודדותה עם שינויים בסביבה העסקית, לרבות אירועים בלתי צפויים וחד פעמיים. הגדרת מדיניות הדיבידנדים בחברה, כאמור, תומכת אף היא ביכולת החיזוי והשקיפות.

פרופיל הנזילות בולט לטובה לאורך זמן, ונתמך ביתרות נזילות משמעותיות

נכון ליום 30 בספטמבר 2021, קיימות לחברה יתרות נזילות בהיקף משמעותי של כ-882 מיליוני ₪ כאמור, המהווים כ-130% מסך החוב ברוטו לאותו מועד וכ-765% משירות החוב (קרן וריבית) הצפוי בשנתיים הקרובות. כרית הנזילות כוללת תיק ניירות ערך סחיר בהיקף משמעותי (כ-738 מיליוני ₪ לאותו מועד), המאופיין להערכתנו בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית, על אף שינוי מסוים בתמהיל ההשקעות, במסגרתו הגדילה החברה את החשיפה למניות ולקרנות השקעה חלף נכסים סולידיים, ביחס למועד המעקב הקודם. בנוסף, לחברה קיימת מסגרת אשראי פנויה וחתומה בהיקף של כ-90 מיליון ₪, התומכת אף היא בנזילותה של החברה, ומהווה כרית ביטחון נוספת אל מול הסביבה העסקית המאתגרת ולא אירועים חד פעמיים ובלתי צפויים. בתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה לשמר כרית נזילות גבוהה, שתנוע בטווח שבין 1,000-900 מיליוני ₪ בטווח התחזית, בהתאם להיקף המקורות והשימושים הצפויים כאמור. יחד עם זאת, אנו צופים כי היקף החוב צפוי לקטון בהתאם ללוח הסילוקין של החברה, כך ששיעור הנזילות מסך החוב ברוטו ינוע בטווח שבין 165%-200%, המבטא סיכון נזילות מתון יחסית.

שיקולים נוספים לדירוג

שיקולי ESG

להערכתנו, שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה, כאשר חשיפת החברה לסיכונים ממשי תאגידי הינה נמוכה יחסית וממותנת נוכח מדיניות פיננסית סולידיה. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת ברמת מינוף נמוכה, במדיניות חלוקה (לפחות 30% מהרווח הכולל על פי הדוחות הכספיים מאוחדים השנתיים של החברה) המאזנת בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של בעלי החוב, ובהיקף מדוד של השקעות והתרחבות.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג [1]		ליום 30.09.2021		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	-3.6%	Aaa.il	-3.0%	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם	פרופיל פיננסי
Aaa.il	7.3	Aaa.il	6.3	ICR [2]	
Aaa.il	-3.2	Aaa.il	-2.2	חוב פיננסי ל-FFO	
Aa.il	-	Aa.il	-	גמישות פיננסית	
Aaa.il	15.9	Aaa.il	17.9	DSCR+CASH [2]	
Aa.il	-	Aaa.il	-	מדיניות פיננסית	
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 לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

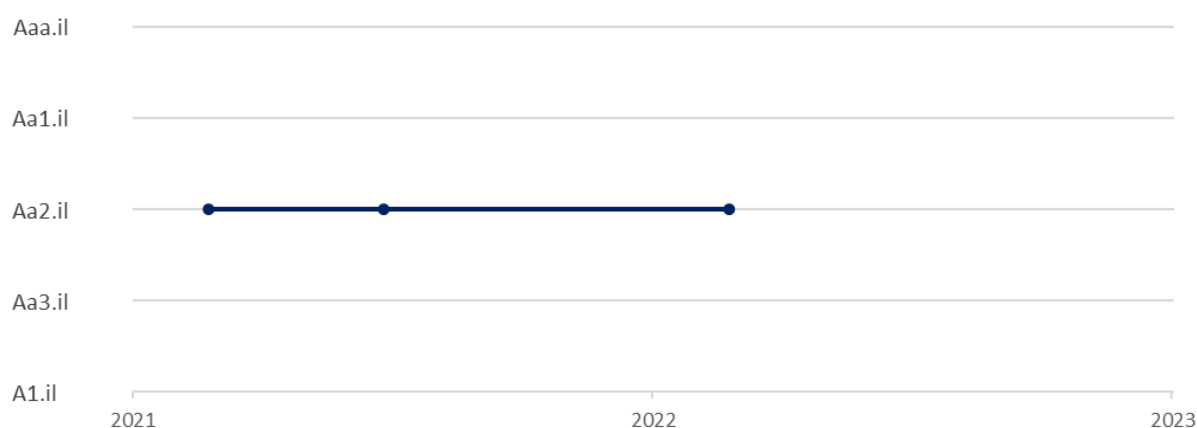
אודות החברה

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 ונורית מנור (להלן: "בעלי השליטה"), המחזיקים בכ-46.95% 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 (100%). נציין כי לחברה אחזקות נוספות במבטחים בחו"ל - Interasco Societe Anonyme General Insurance Company (94%), הפועלת ביוון בתחום הביטוח הכללי ו-Turk Nippon Sigorta A.S (100%), הפועלת בטורקיה. 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: "לעתיד"). בתחום השירותים הפיננסיים ושוק ההון, פועלת החברה באמצעות החברה הבת "הראל פיננסים" אחזקות בע"מ (100%) (להלן: "הראל פיננסים") והחברות הבנות העיקריות שלה. כמו כן, בנובמבר 2019 החלה החברה לפעול בתחום מתן אשראי לעסקים ביוניים באמצעות החברה הבת, המצפן - שותפים לדרך בע"מ (70%) (להלן: "המצפן"). בתחום המשכנתא

ההפוכה פועלת החברה באמצעות חברה בת בבעלות מלאה של הראל ביטוח- הראל +60 בע"מ, בתחום ההלוואות לכל מטרה לבני 60 ומעלה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [הראל חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)
- [דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2017](#)
- [קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי- דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)
- [התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים- דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	02.03.2022
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	05.07.2021
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	24.02.2021
שם יוזם הדירוג:	הראל השקעות לביטוח ופיננסיים בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	הראל השקעות לביטוח ופיננסיים 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 וליסכנוי 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 נגרם 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>