

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ¹

מעקב | יוני 2017

אנשי קשר:

עומר פורמברג, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
omer@midroog.co.il

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

¹ גב' אביטל שטיין הינה דח"צית במנורה מבטחים החזקות בע"מ (חברת האם של החברה) וכן הינה דח"צית במידרוג בע"מ. אין לגב' שטיין כל נגיעה לדירוגים הנקבעים על ידי מידרוג בע"מ.

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	Aa3.il (hyb)	הון משני נחות ושלישוני מורכב
אופק דירוג: יציב	A1.il (hyb)	הון משני מורכב

מידורג מותירה על כנו דירוג של Aa2.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ("מנורה ביטוח" או "החברה") ומותירה על כנם דירוגים של Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני נחות ושלישוני מורכב) ו- A1.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב) שגויסו על ידי החברה ובאמצעות חברת הבת מנורה מבטחים גיוס הון בע"מ. אופק הדירוג יציב.

ני"ע המדורגים על ידי מידורג:

סדרה	מס ני"ע	דירוג	אופק דירוג	סוג הון מוכר	תאריך פירעון סופי
א'	1103670	Aa3.il(hyb)	יציב	משני נחות	01/07/2022
ב'	1124759	A1.il(hyb)	יציב	משני מורכב	14/10/2024
ג'	1131911	A1.il(hyb)	יציב	משני מורכב	01/10/2030
ד'	1135920	Aa3.il(hyb)	יציב	שלישוני מורכב	01/07/2027
-	לא סחיר	A1.il(hyb)	יציב	משני מורכב	01/07/2034

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את הפרופיל העסקי ההולם של החברה, הנתמך בגודלה ובפיזור טוב של קווי עסקים, התומכים ביכולת יצור ההכנסות וכן בפרופיל סיכון טוב ביחס לדירוג, נוכח סיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים. הפרופיל הפיננסי של החברה מוגבל נוכח איכות נכסים וגמישות פיננסית שאינם בולטים לטובה ביחס לדירוג ורווחיות נמוכה. מאידך הלימות ההון של החברה טובה ביחס לדירוג, כפי שמשתקף ביכולת ספיגת ההפסדים של הכרית ההונית במגוון תרחישים (ברמות חומרה משתנות). פרופיל הנזילות של החברה סביר ביחס לדירוג ונתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית.

למנורה ביטוח מותג חזק יחסית המתבטא גם בשיעור חידושים הולם בחלק מהענפים, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ותמהיל פעילות מגוון, התומכים במיצובה העסקי. החברה הינה המבטח החמישי בגודלו בישראל לאורך זמן במונחי פרמיות ברוטו, ובעלת היקף נכסים מנוהלים כולל של כ- 35 מיליארד ₪, נכון ל- 31 במרץ 2017. גודלה של החברה מתבטא גם בנתחי שוק משמעותיים יחסית לאורך זמן (כ- 10% בממוצע בשנים האחרונות) ובעיקר בתחומי הביטוח הכללי.

הפרופיל העסקי נתמך בפיזור קווי עסקים טוב יחסית, הכולל ספקטרום רחב של מוצרים ביטוחיים ותומך ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. פיזור העסקים משתקף משלוש רגלים משמעותיות: ביטוח חיים, בריאות וכללי (המפוזר מטבעו) - 50%, 10%, 40% מסך הפרמיות המורווחות בשנים האחרונות, בהתאמה. להערכתנו לחברה שליטה סבירה במערך ההפצה, המשתקפת בין השאר ביחס עמלות והוצאות שיווק לפרמיות ברוטו של כ- 18% בשנים האחרונות, שאינו בולט לטובה ביחס לקבוצת השוואה².

פרופיל הסיכון של החברה טוב ביחס לדירוג ונתמך בסיכון מוצרים נמוך יחסית, המשתקף בשיעור גבוה של פוליסות בביטוח כללי ובריאות לזמן קצר בעלי "זנב קצר" וכן בשיעור גבוה יחסית של עתודות ביטוח חיים ובריאות לזמן ארוך ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו, וזאת לצד חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים.

איכות הנכסים אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג ומתאפיינת מחד בשיעור "נכסים בסיכון" סביר לדירוג ובדומה לקבוצת השוואה, בעוד ששיעור הנכסים הבלתי מוחשיים גבוה יחסית, גם לאור אופי הפעילות ומעבי על איכות הנכסים.

על פי מודל ההון של מידורג, לחברה קיים עודף הון מותאם סיכון טוב ביחס לדירוג הנוכחי ובולט לטובה ביחס למתחרות העיקריות (תרחיש הקיצון הראשון בחומרתו מתוך חמישה תרחישים) עם יחס הלימות הון של כ- 100% בתרחיש זה. הסיכונים העיקריים אליהם

² קבוצת השוואה כוללת את חמשת חברות הביטוח הגדולות בישראל.

חשופה החברה, כפי שנתפס במודל- נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכוני תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים ומסיכוני שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון), כאשר פיזור הפעילות והמתאמים ביניהם מקטינים את ההון הנדרש בכ- 17%. להערכתנו, בניית הכרית ההונית בטווח הזמן הקצר והבינוני תהיה מוגבלת יחסית, נוכח הסביבה העסקית המתגרת, שגזרת להערכתנו פוטנציאל צבירת רווחים נמוך, כמפורט בהמשך. זאת על אף צפי לאי חלוקת דיבידנדים בתקופה זו.

הלימות ההון הרגולטורית (סולבנסי 2) של החברה, כפי שמשתקף בתרגילים שבוצעו בולטת לטובה ביחס לקבוצת השוואה, תומכת בגמישותה העסקית ועל כן בדירוגה ומאפשרת לחברה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים ולנצל יתרונות יחסיים מול מתחרים. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמר מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, נוכח תנודתיות גבוהה יותר ביחס למשטר הנוכחי.

רווחיות החברה נמוכה לדירוג, תנודתית ומוגבלת נוכח מבנה ההוצאות בענפי הבריאות והביטוח הכללי שאינו יעיל במידה מספקת במקביל להתגברות התחרות גם כתוצאה מעידוד רגולטורי והשפעות סולבנסי 2.

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 בטווח של 3%-4% במצטבר בשנתיים הקרובות. בענף ביטוח החיים, אנו מניחים המשך צמיחה אורגנית כתוצאה מצמיחת תמ"ג מתונה יחסית, כאשר פרמיות חד פעמיות הנובעות ממכירת פוליסות ללקוחות הגיל השלישי ופוליסות המיועדות להסדרי פרישה ופרישה מוקדמת ימשיכו לתמוך בגידול עודף ביחס לשוק. בנוסף, הצמיחה בחברה ובענף בכלל תושפע גם מהגדלת ההפרשות הפנסיוניות המנדטוריות. במגזר הבריאות אנו מניחים התמתנות מסימת בצמיחה בדומה לענף אולם קצב הצמיחה יוותר גבוה יחסית גם נוכח שיעור חדירה נמוך, כאשר בביטוח הכללי אנו מניחים המשך גידול בנפח הפעילות בעיקר בענפי הרכב (חובה ורכוש), לאור הציפייה שלנו להמשך גידול עודף במסירות רכבים נטו ביחס לצמיחת התמ"ג גם בשל סביבת המימון הנוחה. בתרחיש זה, מחוללי הרווח העיקריים של החברה יהיו להערכתנו ענפי ביטוחי החיים, בריאות ורכוש אחר. יחד עם זאת, כרית הרווחיות תיוותר מוגבלת, לאור מבנה ההוצאות שאינו יעיל במידה מספקת במקביל להתגברות התחרות גם כתוצאה מעידוד רגולטורי והשפעות סולבנסי 2.

בשקלול יחסי הרווחיות שלנו עם התחזית ולאור תוצאות השנים הקודמות המשקפות מחזור עסקים לתפיסתנו, אנו מעריכים את רווחיות החברה כנמוכה ביחס לדירוג, כאשר פוטנציאל הרווח מוגבל וצפוי להמשך שחיקה מסימת בטווח הקצר-בינוני, כאמור כתלות בפוטנציאל יצור התשואה. בתרחיש זה, יחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 1.0%-3.0% ו-0.1%-0.3%, בהתאמה, בשנתיים הקרובות.

אופק הדירוג היציב משקף את העובדה כי אנו צופים שהחברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/03/2016	31/03/2017	
33,738	36,424	38,860	36,869	39,660	סה"כ מאזן
1,546	1,475	1,569	1,435	1,593	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
114	(14)	94	(86)	157	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
4,762	5,079	5,870	5,213	6,046	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
2,086	2,318	2,884	2,402	3,018	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
554	566	627	578	644	מתוכם בביטוח בריאות
2,122	2,195	2,360	2,233	2,383	מתוכם בביטוח כללי
4,000	4,363	5,136	4,480	5,303	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
1,563	913	1,159	(50)	1,648	סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה

יחסים מותאמים של מידרוג

62%	66%	64%	67%	64%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
4.2%	-0.5%	3.3%	-3.1%	5.5%	תשואה על מקורות מימון (ROC)
0.4%	0.0%	0.2%	-0.2%	0.4%	תשואה על הנכסים (ROA)
48%	50%	49%	50%	48%	חוב מותאם ל-CAP
2.2x	1.8x	-0.1x	-0.9x	4.5x	רווח מותאם לפני ריבית ומס (EBIT) להוצאות ריבית

[1] הנתונים התוצאתיים מתייחסים ל-12 חודשים אחרונים שהסתיימו ב-31 למרץ 2017

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי הולם הנתמך בגודלה של החברה ובפיזור קווי עסקים, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות

למנורה ביטוח מותג חזק יחסית המתבטא גם בשיעור חידושים הולם בחלק מהענפים, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ותמהיל פעילות מגוון, התומכים במיצובה העסקי. החברה הינה המבטח החמישי בגודלו בישראל לאורך זמן במונחי פרמיות ברוטו, ובעלת היקף נכסים מנוהלים כולל של כ-35 מיליארד ₪, נכון ל-31 במרץ 2017. גודלה של החברה מתבטא גם בנתחי שוק משמעותיים יחסית לאורך זמן (כ-10% בממוצע בשנים האחרונות) ובעיקר בתחומי הביטוח הכללי. נציין, כי בשנתיים האחרונות החברה הציגה גידול עודף ביחס לענף (כ-22% במצטבר לעומת כ-13% בענף) בהיקפי הפרמיות, שנבע בעיקר מגידול בפעילות ברכב רכוש והכנסות מפרמיות חד פעמיות בביטוח החיים וחסכון ארוך טווח בעיקר בגין פוליסות לגיל השלישי. הפרופיל העסקי נתמך בפיזור קווי עסקים טוב יחסית ביחס לדירוג וביחס לקבוצת השוואה, הכולל ספקטרום רחב של מוצרים ביטוחיים ותומך ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור. פיזור זה משתקף בשלוש רגלים משמעותיות: ביטוח חיים (כ-50% מסך הפרמיות בממוצע בשלוש השנים האחרונות), ביטוח כללי המפוזר מטיבו (כ-40% לאותה התקופה) ובריאות (כ-10% מסך הפרמיות לאותה התקופה), המהווה גם פוטנציאל צמיחה עתידי ברמת הענף והחברה, נוכח שיעור חדירה נמוך יחסית. מנגד, יש לציין כי פיזור ההכנסות אינו מקבל ביטוי מספק ברווח גם בשל יעילות תפעולית חלשה יחסית.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי והיקף הפרמיות המורווחות ברוטו מפעילות אורגנית יצמח בטווח של 3%-4% במצטבר בשנתיים הקרובות.

בענף ביטוח החיים, אנו מניחים המשך צמיחה אורגנית כתוצאה מצמיחת תמ"ג מתונה יחסית (2.8% ו-3.3%, בשנים 2017-2018, התאמה), כאשר פרמיות חד פעמיות הנובעות ממיקוד במכירת פוליסות ללקוחות הגיל השלישי ופוליסות המיועדות להסדרי פרישה ופרישה מוקדמת ימשיכו לתמוך בגידול עודף ביחס לשוק. בנוסף, הצמיחה בחברה ובענף בכלל תושפע גם מהגדלת ההפרשות הפנסיוניות המנדטוריות בתחילת שנת 2017³.

³ שיעור ההפרשות גדל משיעור של כ-17.5% בינואר 2016 לשיעור של כ-18.5% בינואר 2017.

במגזר הבריאות בהמשך להערכתנו הקודמת אנו מניחים התמתנות מסוימת בצמיחה בדומה לענף, אולם קצב הצמיחה יוותר גבוה יחסית, גם נוכח שיעור חדירה נמוך יחסית, תוך שמירה על נתיבי שוק והתמקדות בביטוחי פרט רווחיים יותר. בשל התגברות התחרות גם כתוצאה מכניסת הפוליסה האחדה, אנו צופים המשך לחץ על המחירים במגזר זה.

בביטוח הכללי אנו מניחים המשך גידול בנפח הפעילות בעיקר בענפי הרכב (חובה ורכוש), לאור הציפייה שלנו להמשך גידול במסירות רכבים נטו בקצב גבוה מקצב צמיחת התמ"ג בשל סביבת המימון הנוחה. למרות הגידול הצפוי בהיקף הפעילות, פוטנציאל התשואה ימשיך להיות תנודתי ונמוך, להערכתנו, גם בשל רווחיות חיתומית נמוכה יחסית (ואף שלילית בחלק מהענפים שסובלים גם מרגולציה מאתגרת).

על אף המיצוב החזק יחסית, להערכתנו לחברה שליטה סבירה במערך ההפצה, המשתקפת בין השאר ביחס עמלות והוצאות שיווק לפרמיות ברוטו של כ-18% בממוצע בשלוש השנים האחרונות, שאינו בולט לטובה ביחס לקבוצת ההשוואה. ערוצי ההפצה של החברה כוללים סוכנויות ביטוח חיצוניות ובעלות, הפצה ישירה ויועצים פנסיונים, כאשר החלק הארי בפרמיות מקורו בסוכנויות ביטוח חיצוניות.

פרופיל הסיכון טוב ביחס לדירוג ונתמך בסיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, בולט לחיוב ביחס לענף, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יותר. בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר כ-67% מסך הפרמיות ברוטו לאורך זמן הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר", אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב" בשל אי ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר כתוצאה מהשתנות הסביבה העסקית. בנוסף, החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים עם חשיפה נמוכה ויציבה יחסית בקורות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ-3% מההון המוכר ליום ה-31 בדצמבר 2016.

שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך בולט לחיוב לאורך זמן ועמד על כ-56% נכון ל-31 בדצמבר 2016. יחס זה משקף פרופיל סיכון טוב, נוכח חשיפה נמוכה יחסית למגננטים מבטחי תשואה (בניכוי אג"ח ח"ץ), אשר חושפים את המבטחים לשינויים אקסוגניים משמעותיים בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים.

בטווח הקצר והבינוני אנו לא צופים שינוי תמהיל משמעותי, למעט המשך גידול בפעילות ביטוחי בריאות הפרט. הצמיחה הצפויה לחברה בתחום ביטוחי הפרט בבריאות עשויה להוות מקור להמשך שיפור הפיזור של קווי העסקים. בנוסף, נתמך פרופיל הסיכון בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבטחים גדולים, חשיפה אשר עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, אשראי וענפיים לאורך המחזור ומגבילה את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות. היקף החשיפה ללקוחות גדולים עמדה על כ-10% מהפרמיות המורווחות ברוטו ליום 31 בדצמבר 2016, נתון אשר תומך בדירוג ומאפיין את החברה לאורך זמן.

להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים ביחס 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 שצפוי להיות תנודתי יותר. עמידת ומידת מוכנותה הטובה יחסית של החברה לדרישות ההון תחת משטר ההון החדש מהוות תמיכה נוספת לפרקטיקת ניהול הסיכונים הטובה של החברה ולגמישותה העסקית.

נציין, כי פרופיל הסיכון מושפע גם לחיוב מהיעדר לחץ לחלוקת דיבידנדים מהחברה האם, מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן - "חברת האם"), המדורגת Aa3.il באופק יציב. חברת האם אינה תלויה בחלוקת דיבידנדים מהחברה לצורך שירות חובותיה בטווח הזמן הקצר והבינוני ונסמכת על מקורות נוספים (מנורה מבטחים פנסיה וגמל בע"מ), אך עם זאת החברה עדיין משמשת עוגן מרכזי לפעילות המאוחדת של החברה האם ובעלת קשרים עסקיים עם שאר חברות הקבוצה.

איכות הנכסים אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג ומתאפיינת בשיעור נכסים בלתי מוחשיים להון עצמי גבוה יחסית

פרופיל השקעות הנוסטר של החברה מעיד על תאבון לסיכון סביר ביחס לדירוג ודומה לקבוצת ההשוואה, עם יחס "נכסים בסיכון"⁴ מותאמים להון המוכר של כ- 46% ל- 31 במרץ 2017, אשר מהווים כ- 20% מתיק הנוסטר (ללא חיים מבטיח תשואה). תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטר כולל בעיקר אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-45%, הלוואות פרטיות (משכנתאות בעיקר) בשיעור של כ-15% ופיקדונות בבנקים של כ-10%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בתמהיל ההשקעות בטווח הזמן הקצר ומשך גם בתיאבון לסיכון, תוך המשך מיקוד בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריביות ופוטנציאל התשואות הנמוך. מדד היקף הנכסים הבלתי מוחשיים מההון נמוך ביחס לדירוג ועמד על כ-65% ל-31 במרץ 2017 ומשקף שיעור גבוה יחסית של הוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים ונכסים בלתי מוחשיים ביחס להון העצמי כנגזר מתמהיל הפעילות, כאשר השווי הכלכלי של נכסים אלה אינו ודאי ובפרט בתרחישי קיצון. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי ביחס זה בטווח הזמן הקצר והבינוני, גם נוכח הערכתנו ליציבות מסוימת בתמהיל הפעילות ובפוטנציאל יצור הרווח.

הלימות ההון של החברה טובה ביחס לדירוג; פוטנציאל שיפור הכרית ההונית מוגבל בטווח הזמן הקצר

על פי מודל ההון של מידורג, לחברה קיים עודף הון מותאם סיכון טוב ביחס לדירוג הנוכחי (תרחיש הקיצון הראשון בחומרתו מתוך חמישה תרחישים) עם יחס הלימות הון של כ- 100% בתרחיש זה. הסיכונים העיקרים אליהם חשופה החברה, כפי שנתפס במודל-נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכונים תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים ומסיכונים שוק בתיק הנוסטר (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון), כאשר פיזור הפעילות והמתאמים ביניהם מקטינים את ההון הנדרש בכ- 17%. אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם, ליום ה-31 במרץ 2017 בהיקף של כ- 2.3 מיליארד ש"ח ו-VIF מותאם בהיקף של כ- 1.9 מיליארד ש"ח. להערכתנו, בניית הכרית ההונית בטווח הזמן הקצר והבינוני תהיה מוגבלת יחסית, נוכח הסביבה העסקית המאתגרת, שגוזרת להערכתנו פוטנציאל צבירת רווחים נמוך, כמפורט להלן. זאת על אף צפי לאי חלוקת דיבידנדים בתקופה זו. בנוסף, כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו מסתכלים על יחס הון למאזן (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה). יחס זה עמד ליום ה-31 במרץ 2017 על כ- 9%, סביר לרמת הדירוג ואינו צפוי להשתנות מהותית להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח פוטנציאל רווחים נמוך, כאמור וגידול צפוי בפעילות.

הלימות ההון הטובה של החברה משתקפת גם בהלימות ההון הרגולטורית עם עודפי הון הן ביחס להנחיות הקיימות (18%) והן ביחס לדירקטיב סולבנסי 2 (20% ללא הוראות מעבר לפי התרגיל האחרון), נכון ליום ה-31 במרץ 2017. הלימות ההון הרגולטורית (סולבנסי 2) של החברה, כפי שמשקף בתרגילים שבוצעו בולטת לטובה ביחס לקבוצת ההשוואה, תומכת בגמישות העסקית (בפרט לאחר הקלות רגולטוריות נוספת) ועל כן בדירוגה ומאפשרת לחברה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים ולנצל יתרונות יחסיים מול מתחרים. מידורג מצפה, כי החברה תפעל לשמר מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, נוכח תנודתיות גבוהה יותר ביחס למשטר הנוכחי, כאשר בטווח הזמן הקצר והבינוני החברה אינה צפויה לחלק דיבידנד, כאמור.

רווחיות נמוכה לדירוג; צפי להמשך לחץ על הרווחיות בשל הסביבה העסקית המאתגרת

החברה מאופיינת ברווחיות נמוכה ותנודתית ביחס לדירוג וביחס לענף בשנים האחרונות, המוגבלת גם בשל רווחיות חיתומית ויעילות תפעולית נמוכות. 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 0.5%- ו-9.1% ובין 0.8%- ו-0.0% בהתאמה, בשנים 2013-2016. הירידה ברווחיות נבעה בין היתר, מהצורך בהשלמת רזרבות לאור הירידה המתמשכת בעקום הריבית ופגיעה בפוטנציאל יצור ההכנסות ובפרט דמי הניהול המשתנים ורווחי ההשקעה וכן מהשפעות וועדת וינוגרד על ריבית ההיוון בתביעות הביטוח לאומי, אשר השפיעו וצפויות להמשיך ולהשפיע על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחבויות. בתרחיש הבסיס 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

⁴ נכסים בסיכון גבוה כוללים 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 לירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכונים אשראי, שוק או נזילות.

להערכתנו מצמיחת תמ"ג מתונה יחסית (2.8% 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 יוותרו 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, מחוללי הרווח העיקריים של החברה יהיו להערכתנו ענפי ביטוחי החיים, בריאות ורכוש אחר. יחד עם זאת, כרית הרווחיות תיותר מוגבלת לאור פוטנציאל התשואות המתון והתנודת, מבנה הוצאות שאינו יעיל במידה מספקת, כפי שמשתקף גם ברווחיות חיתומית נמוכה יחסית ובמקביל להתגברות התחרות גם כתוצאה מעידוד רגולטורי והשפעות סולבנסי 2. בשקלול יחסי הרווחיות שלנו עם התחזית ולאור תוצאות השנים הקודמות המשקפות מחזור עסקים לתפיסתנו, אנו מעריכים את רווחיות החברה כנמוכה ביחס לדירוג, כאשר פוטנציאל הרווח מוגבל וצפוי להמשיך שחיקה מסוימת בטווח הקצר-בינוני, כאמור כתלות בפוטנציאל יצור התשואה. בתרחיש זה, יחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 1.0%-3.0% ו-0.1%-0.3%, בהתאמה, בשנתיים הקרובות.

הלימות העתודות סבירה ביחס לדירוג

השינויים בעתודות הינם גורם מכריע בתוצאות הפיננסיות של המבטח, בשל היחס הישיר בין השינוי בעתודה לבין כרית ההון העצמי, כאשר הלימות העתודות משליכה על יציבות ויכולת ההסתמכות על ההון המדווח. בשנים 2014-2016 החברה הגדילה את הרזרבה בגין עלות התביעות המצטברות בשל אירועים משנים קודמות בעיקר בענפי הרכב חובה והחבויות (ובשנת 2016 לאור המלצות וועדת וינוגרד לשינוי בריבית ההיוון בקצבאות הביטוח לאומי) בסגמנט הכללי ובנוסף הגדילה את העתודות בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, לאור הירידה המתמשכת בעקום ריבית חסר הסיכון ועדכון אומדנים בקשר עם העתודה המשלימה לגמלאות ובחינת נאותות העתודות. ציון התקן של השינוי בעתודות (חיים, בריאות וכללי) כתוצאה משינויים בהערכות האקטואריות ושינויים אחרים ביחס ליתרות הפתיחה של העתודות עומד על כ-130%, סביר ביחס לדירוג, ומשקף שינוי מתון בעתודות וסטיית תקן נמוכה יחסית, אשר להערכתנו כאמור מעידה על רמת הלימות עתודות סבירה ביחס לדירוג.

פרופיל נזילות סביר לדירוג הנתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית כאשר הגמישות הפיננסית אינה בולטת לטובה

הגמישות הפיננסית של החברה אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג ומתאפיינת ביחסי מינוף מאזני גבוהים יחסית (של כ-48% ליום ה-31 במרץ 2017, בדומה לקבוצת השוואה וללא שינוי מהותי בשנתיים האחרונות), ויחסי שירות ריבית נמוכים (טווח של כ-0.1-2.2). בשלוש השנים האחרונות, גם נוכח יכולת יצור הרווח. יחסים אלה צפויים להשתפר בשוליים בטווח הזמן הבינוני. מנגד, נתמכת הגמישות הפיננסית והעסקית ביחסי סולבנסי 2 טובים יחסית, הן בנקודת הזמן הנוכחית, הן ביחס להוראות הסופיות והן ביחס לקבוצת השוואה ובמקביל להיעדר לחץ דיבידנדים מחברת האם.

להערכתנו, פרופיל הנזילות של החברה סביר ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של פי 1.9 בין הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות בזמן הקצר. כמו כן, אנו לא מניחים פירעון התחייבויות פיננסיות משמעותי למעט המשך פירעון שוטף של אג"ח סדרה א'.

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.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בהיקף הפעילות וביכולת יצור הרווחים
- שיפור משמעותי בכרית הרווחיות ויציבותה לאורך זמן

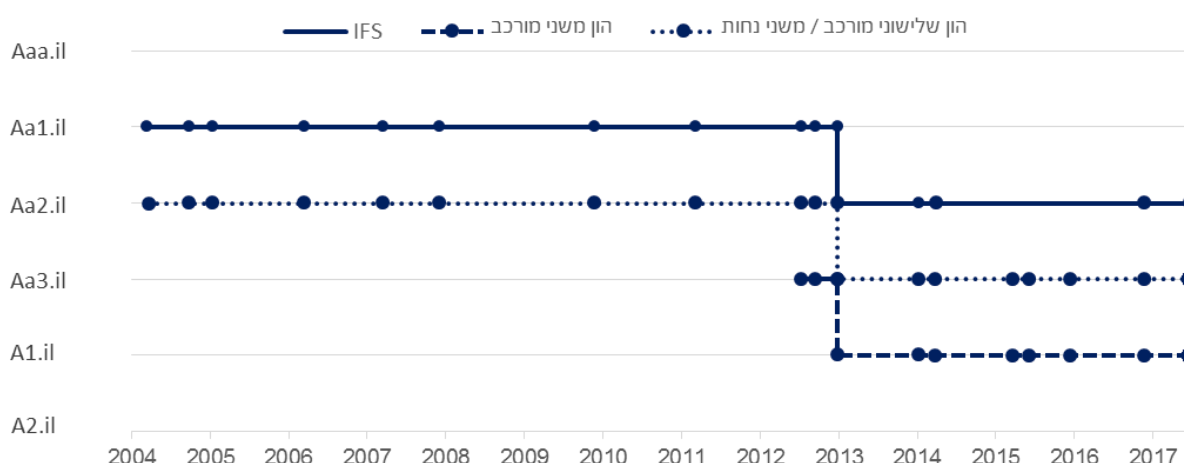
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת בעודפי ההון על פי מודל ההון של מידרוג
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות בענפי הליבה ו/או שחיקה משמעותית ומתמשכת ברווחיות הכוללת
- חלוקת דיבידנדים, שיש בהם כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה

אודות החברה

החברה הינה חברה פרטית בשליטה מלאה של מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "מנורה מבטחים החזקות"), שהינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעלי השליטה במנורה מבטחים החזקות הינם פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט (תאגידים זרים) המוחזקים עבור ה"ה טלי גריפל וניבה גורביץ, בהתאמה, והמחזיקים ביחד בכ- 61.86% ממניות החברה. יו"ר דירקטוריון החברה, מר ארי קלמן, המכהן גם כמנכ"ל מנורה מבטחים החזקות מחזיק, באמצעות החברה לנאמנות עובדים, נכון למועד הדוח, בכ- 2.72% ממניות מנורה מבטחים החזקות. יתרת מניות מנורה מבטחים החזקות, מוחזקות בידי הציבור. החברה עוסקת, בכל ענפי הביטוח העיקריים, ובכלל זה ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, ביטוח כללי (הכולל ביטוח רכב (חובה ורכוש) וביטוח כללי אחר) וביטוח בריאות. בנוסף, מחזיקה החברה בסוכנות הביטוח אורות סוכנות לביטוח חיים (2005) בע"מ. בעבר החזיקה החברה בחברת הניהול של קרן הפנסיה מבטחים החדשה, קרן הפנסיה הגדולה בישראל. בשנת 2012, העבירה החברה את הבעלות על חברת הפנסיה לחברת האם, כדיבידנד בעין. בינואר 2013 חילקה החברה כדיבידנד בעין את מניות שומרה חברה לביטוח בע"מ, העוסקת בעיקר בתחומים של ביטוח רכב וביטוח רכוש.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מנורה מבטחים ביטוח- מעקב ופעולת דירוג - נובמבר 2016](#)

[תחזית ענף הביטוח לשנת 2017](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

29.06.2017	תאריך דוח הדירוג:
29.11.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
15.03.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מנורה מבטחים ביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מנורה מבטחים ביטוח 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").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" – משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.