

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ¹

מעקב | יוני 2019

אנשי קשר:

אילאיל שטנר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית

ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג

ראש צוות, מעריך דירוג משני

omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים

avib@midroog.co.il

¹ גב' אביטל שטיין הינה דח"צית במנורה מבטחים החזקות בע"מ שהינה חברת האם של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ, 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 והון רובד 2

מידרוג 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 והון רובד 2)², שגויסו על ידי החברה ובאמצעות חברת הבת מנורה מבטחים גיוס הון בע"מ. דירוגי החובות הנחותים מגלמים את התנאים החוזיים של המכשירים ובהם נחיתות מבנית של חובות אלו ביחס לדירוג ה- IFS, מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	הון לפי משטר סולבנטי	מועד פירעון סופי
א'	1103670	Aa3.il(hyb)	יציב	הון רובד 2 [1]	01/07/2022
ב'	1124759	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2 [2]	14/10/2024
ג'	1131911	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2 [2]	01/10/2030
ד'	1135920	Aa3.il(hyb)	יציב	הון רובד 2 [3]	01/07/2027
-	לא סחיר	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2 [2]	01/07/2034
ה'	1143411	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	30/06/2032

[1] הון משני נחות
[2] משני מורכב
[3] שלישוני מורכב

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי הולם, נוכח גודלה ופיזור קווי העסקים התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. כמו כן, פרופיל הסיכון טוב ביחס לדירוג ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה מתונה יחסית ללקוחות גדולים וזאת למרות גידול בחשיפה לקולקטיבים במגזר הבריאות, כפי שיפורט להלן.

הפרופיל הפיננסי של החברה מוגבל לאור רווחיות נמוכה ביחס לדירוג וביחס לקבוצת השוואה ושחיקה מסוימת באיכות הנכסים. מנגד, הלימות ההון של החברה הולמת ביחס לדירוג, אולם פוטנציאל שיפור הכרית ההונית עדיין מוגבל בטווח התחזית. פרופיל הנזילות של החברה הולם ביחס לדירוג ונתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית.

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה קיים עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי (תרחיש הקיצון השלישי בחומרתו מתוך חמישה תרחישים ועל גבול תרחיש הסיכון השני בחומרתו) עם יחס הלימות הון של כ- 124% בתרחיש זה. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה, כפי שנתפס במודל של מידרוג- נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכוני תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים, מסיכוי שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון) וסיכון חיתומי בענפי הרכב. יחס כושר הפירעון (סולבנטי 2) של החברה, ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה, עמד על כ- 123% ליום ה- 31 בדצמבר 2017. כאשר פרופורמה לפעולות שנקטה החברה עד לחודש אוגוסט 2018 עמד היחס על כ- 129%. יחס זה טוב ביחס לדירוג, תומך בגמישות העסקית של החברה וביכולתה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים.

בתחזית שלנו לשנים 2019-2020, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת במקטעים מסוימים, אשר תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.2% עד 3.5% בשנים 2019-2020) ושיעור אבטלה נמוך התומכים בהמשך שיפור בשכר הריאלי. מנגד, סביבת הריבית והאינפלציה יוותרו נמוכות, לצד תשואות תנועתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, כך שימתנו במידה מסוימת את העלייה ברמת התחרות בשוק.

בתרחיש זה אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות ברוטו בשיעור מצטבר של כ- 5%-3% ביחס לשנת 2018, כאשר פוטנציאל הצמיחה ינבע בעיקר מענפי ביטוח החיים והבריאות. להערכתנו, שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיוותר נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 1.0%-3.0% ו-0.1%-0.2%, בהתאמה, בטווח התחזית.

בתרחיש זה, פוטנציאל בניית הכרית ההונית בטווח התחזית יוותר מוגבל יחסית, לאור פוטנציאל צבירת רווחים נמוך ותנודתי וכן לאור הערכתנו לחלוקת דיבידנדים בשיעור של עד כ-50% מהרווח הנקי בתקופה זו.

אופק הדירוג

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

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 בבסיס ההון ובאיתנות הפיננסית של החברה

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

31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	
36,424	38,860	42,153	44,270	סה"כ נכסים
1,475	1,569	1,690	1,636	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
(14)	94	121	6	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
5,079	5,870	6,155	6,651	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
2,318	2,884	3,014	3,379	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
566	627	705	901	מתוכם בביטוח בריאות
2,195	2,360	2,436	2,371	מתוכם בביטוח כללי
4,363	5,136	5,393	5,873	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
913	1,159	2,223	340	סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה

יחסים מותאמים של מידרוג

66%	64%	63%	73%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
-0.5%	3.3%	4.1%	0.2%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [1]
0.0%	0.2%	0.3%	0.0%	תשואה על הנכסים (ROA) [2]
50%	49%	47%	52%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [3]
1.8x	-0.1x	3.4x	3.9x	רווח מותאם לפני ריבית ומס (EBIT) להוצאות ריבית

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

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

הפרופיל העסקי של החברה נתמך לאורך זמן בגודלה, בתמהיל פעילות מגוון יחסית, בבסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה הולמת במערך ההפצה. החברה הינה המבטח החמישי בגודלו בישראל במונחי פרמיות ברוטו ל-31 בדצמבר 2018 ולאורך זמן ובעלת היקף נכסים מנוהלים כולל של כ-43 מיליארד ₪². גודלה של החברה מתבטא גם בנתחי שוק משמעותיים יחסית במונחי פרמיות שהורווחו ברוטו לאורך זמן (כ-10% בממוצע בשנים 2016-2018) ובעיקר בתחומי הביטוח הכללי.

עם זאת, נתחי השוק של החברה בענפי הביטוח הכללי נשחקו לאורך השנים האחרונות ובעיקר בשנת 2018. זאת, כתוצאה מפעולות לטיוב התיק הביטוחי בענפים אלו, אולם גם נוכח התגברות התחרות וכניסת מתחרים חדשים, כאשר יציבות לקוחות החברה בענפים אלו נמוכה יחסית, כפי שמשתקף בשיעורי החידושים של החברה ביחס לקבוצת השוואה.

להערכתנו, לחברה שליטה הולמת במערך ההפצה, כאמור, כפי שמשתקף במבנה ההוצאות, כאשר ערוצי השיווק וההפצה העיקריים של החברה הינם סוכני וסוכנויות ביטוח והיא נשענת בעיקר על סוכנויות ביטוח חיצוניות. אנו סבורים, כי בדומה לשאר החברות בענף, החברה תפעל בשנים הקרובות לגוון את מודל ההפצה, תוך חיזוק ערוץ ההפצה הישיר. עם זאת, חלקו בתמהיל ערוצי השיווק לא יהיה מהותי בטווח הזמן הקצר, להערכתנו.

לחברה פיזור קווי עסקים הולם, התומך ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור ומשתקף בשלוש רגלים משמעותיות לאורך זמן: ביטוח חיים (כ-50% מסך הפרמיות ברוטו בממוצע בשנים 2016-2018), ביטוח כללי המפוזר מטיבו (כ-38% בממוצע מסך הפרמיות ברוטו לאותה התקופה) ובריאות (כ-12% בממוצע מסך הפרמיות לאותה התקופה). נציין, כי חלקו של הביטוח הכללי בתמהיל הפרמיות של החברה נמצא במגמת ירידה לאורך השנים האחרונות, גם לאור יציבות מסוימת בהיקפי הפרמיות בענפים אלו וזאת במקביל לגידול בחלקם של ביטוחי הבריאות והחיים.

בטווח התחזית לשנים 2019-2020 אנו מעריכים המשך סביבה עסקית מאתגרת, הכוללת התגברות התחרות במספר סגמנטים, תמורות רגולטוריות אם כי בקצב נמוך ביחס לעבר ושוק הון תנודתי. סביבת המאקרו תיוותר תומכת יחסית, אולם אי הודאות עלתה ביחס למספר גורמי סיכון חלקם גלובליים כמו מלחמות הסחר וחלקם מקומיים ובהם אי הודאות הפוליטית והגירעון התקציבי, שעלולים לייצר השפעות מנוגדות על עקום הריבית. בתרחיש זה, אנו מעריכים, כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות ברוטו בשיעור מצטבר של כ-3% עד 5% ביחס לשנת 2018, כאשר פוטנציאל הצמיחה ינבע בעיקר מענפי החיים והבריאות. נציין, כי גידול זה צפוי להיות מושפע גם מזכייתה של החברה במכרז למתן שירותי ביטוח סיעודי קבוצתי עבור חברי לאומית שירותי בריאות (להלן: "הסכם לאומית"). כאשר, היקף הפרמיות מוערך בכ-126 מיליון ש"ח לשנה, ותקופת ההתקשרות הינה לחמש שנים מחודש אפריל 2019³. החברה תישא בשיעור של 20% מסך עלות תגמולי הביטוח (ותהיה זכאית לאותו שיעור מהפרמיה), ואילו קרן המבטחים תישא ביתרת התגמולים.

בבסיס התחזית צפויה צמיחה יציבה יחסית (3.2%-3.5%, בשנים 2019-2020) ויציבות בשיעור האבטלה, אשר צפויים לתרום להמשך עלייה איטית בשכר הריאלי. לאור זאת, במגזר ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח אנו מעריכים שהחברה תצמח בקצב גבוה במקצת ביחס לתמ"ג במצטבר בשנות התחזית, בעיקר בשל הפקדות שוטפות ובשל הערכתנו להמשך עליה מסוימת בשכר הריאלי, וללא הנחה לפרמיות חד פעמיות (וזאת לאחר שבשנת 2018 צמחו הפרמיות החד פעמיות בשיעור משמעותי של כ-29% לאור מכירות פוליסות המיועדות להסדרי פרישה ופרישה מוקדמת ומוצרי הגיל השלישי).

מגזר הבריאות, מהווה חלק מרכזי להערכתנו בפוטנציאל הצמיחה העתידי של החברה. במגזר זה צפוי גידול משמעותי בפרמיות בשנת 2019 גם בעקבות הסכם לאומית, כאמור ונוכח צמיחה אורגנית גבוהה יחסית בענף גם בשל שיעור חדירה משקי נמוך יחסית (למרות שזו צפויה להתמתן ביחס לעבר).

במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים יציבות בהיקף הפרמיות בתקופת התחזית, זאת על רקע המשך התגברות התחרות בענף ובעיקר בענפי הרכוש, גמישות מחיר מוגבלת ושיעורי רווחיות חיתומית (Combined Ratio) בשייר נמוכים יחסית.

² על פי נתוני החברה

³ לאומית תהיה זכאית להאריך את ההתקשרות לתקופה של שלוש שנים נוספות

פרופיל הסיכון טוב ביחס לדירוג ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה מתונה יחסית ללקוחות גדולים

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יותר. בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר כ- 68% מסך הפרמיות ברוטו ב- 12 החודשים האחרונים ולאורך זמן הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר", אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב". זאת 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 בשייר יציבה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ- 3% מההון המוכר המותאם⁴ ליום ה- 31 בדצמבר 2018.

שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך בולט לחיוב לאורך זמן ועמד על כ- 55% נכון ל-31 בדצמבר 2018. יחס זה משקף פרופיל סיכון טוב, נוכח חשיפה נמוכה יחסית למנגנונים מבטחי תשואה (בניכוי אג"ח ח"ץ), אשר חושפים את המבטחים 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.

בנוסף, פרופיל הסיכון נתמך בחשיפה מתונה יחסית לקולקטיבים ומבטחים גדולים, חשיפה אשר עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכונים אשראי וסיכונים ענפיים לאורך המחזור ומגבילה את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות. היקף החשיפה ללקוחות גדולים עמד על כ- 11% מהפרמיות המורווחות ברוטו ליום 31 בדצמבר 2018, נתון אשר תומך בדירוג ומאפיין את החברה לאורך זמן. אולם, החשיפה בענפי הכללי והבריאות מהותית יותר ועלולה להשפיע לשלילה על הסיכון הביטוחי ועל יציבות ההכנסות. כך, במגזר הביטוח הכללי החשיפה ללקוחות גדולים עמדה על כ- 22% מסך הפרמיות ברוטו במגזר באותה תקופה ובשיעור דומה בשנים האחרונות. במגזר הבריאות עלתה החשיפה לקולקטיבים לכ- 20% בשנת 2018 (לעומת 10% בשנת 2017) וזאת בעיקר לאור הסכם עם ארגון גמלאי צה"ל (להלן: "צוות") לביטוח סיעודי קבוצתי, שנכנס לתוקפו החל מאפריל 2018. בנוסף, לאור זכיית החברה במרכז לאומית כאמור, אנו צופים המשך עלייה ביחס מתוך סך הפרמיות ברוטו. נציין, כי קולקטיב זה מאופיין בפיזור רחב יחסית וללא מאפיינים הומוגניים.

להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים ביחס לדירוג. אלו נתמכים 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 ובמידת ההון הכלכלי, למרות שיחס ההון צפוי להיות תנודתי יותר תחת משטר זה.

נציין, כי מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "חברת האם") המדורגת Aa2.il באופק יציב, אינה תלויה בחלוקת הדיבידנדים מהחברה לצורך שירות חובותיה בטווח הזמן הקצר והבינוני ונסמכת על מקורות נוספים (מנורה מבטחים פנסיה וגמל בע"מ), המקטינים את לחץ הדיבידנדים מהחברה. אולם, החברה עדיין משמשת עוגן מרכזי לפעילות המאוחדת של החברה האם ובעלת קשרים עסקיים עם שאר חברות הקבוצה.

בשנת 2018 החברה שחקה את בסיס ההון שלה לאור חלוקת דיבידנד בהיקף של 60 מיליון ₪, אשר לא תאם ליכולת יצור הרווחים השוטפים באותה שנה. בטווח התחזית אנו מניחים כי החברה תמשיך לבצע חלוקת רווחים לחברה האם בהיקפים הדומים לחלוקה בשנת 2018. במידה והיקף החלוקה ישחוק את בסיס ההון ולא יותאם ליכולת יצור הרווחים השוטפים, מידרוג תראה בכך משקולת על פרופיל הסיכון של החברה.

שחיקה מסוימת באיכות הנכסים

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד להערכתנו על תאבון לסיכון סביר ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס "נכסים בסיכון"⁵ מותאמים להון המוכר המותאם של כ- 62% ל- 31 בדצמבר 2018, אולם נמצא במגמת עלייה בשנים האחרונות (2016: 50%) גם בשל גידול בפעילות וללא גידול מקביל בהיקף ההון ומעיד על עלייה מסוימת בתיאבון לסיכון.

⁴ כולל את ההון העצמי של החברה, ההון הראשוני המורכב והון רזרבה

⁵ 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.

תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו לדצמבר 2018 כולל בעיקר אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-33%, אג"ח קונצרני (על כל סולם דירוג) של כ-20%, הלוואות פרטיות בשיעור של כ-17%, ופיקדונות בבנקים של כ-8%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בתמהיל ההשקעות בטווח הזמן הקצר ולכן גם בתיאבון לסיכון, תוך המשך מיקוד בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריבית הנוכחית, המייצרת אתגר בשימור פוטנציאל התשואה.

שיעור הנכסים הבלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר מההון העצמי עודנו גבוה ואף עלה בשנה האחרונה ועמד על כ-73% ל-31 בדצמבר 2018 (2017: 63%). יחס זה הושפע גם מהשחיקה בהון העצמי של החברה במהלך שנת 2018 כאמור ובמקביל לגידול בהיקף הנכסים הבלתי מוחשיים בשנה זו (בעיקר כתוצאה משרדוג מערכות מחשוב, אשר עשויות לתמוך בשימור הפרופיל העסקי). להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי ביחס זה בטווח התחזיתי, גם בשל תמהיל הפעילות הצפוי ונוכח הערכתנו לפוטנציאל בניית כרית הונית מוגבל יחסית.

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

החברה, בדומה לענף, הציגה רווחיות תנודתית בשנים האחרונות כתוצאה מהסביבה העסקית המתגרת ונוכח חשיפה גבוהה לגורמים אקסוגניים ובהם שוקי ההון, עקום הריבית ורגולציה וללא רווחיות חיתומית משמעותית. שיעורי הרווחיות של החברה נמוכים ביחס לדירוג וביחס לענף בשנים האחרונות ומוגבלים גם בשל רווחיות חיתומית נמוכה (יחס משולב בשייר של 105% בביטוח הכללי ב-5 השנים האחרונות). כך, יחסי ה-ROC וה-ROA של החברה נעו בטווח שבין 4.1% ו-0.5% ובין 0.3% ו-0.0% בהתאמה, בשנים 2015-2018.

בתחזית שלנו לשנים 2019-2020, אנו צופים המשך סביבה עסקית מתגרת במקטעים מסוימים, אשר תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.2% עד 3.5% בשנים 2019-2020) ושיעור אבטלה נמוך התומכים בהמשך שיפור בשכר הריאלי. מנגד, סביבת הריבית והאינפלציה יוותרו נמוכות לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, העלול לעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, כך שימתנו במידה מסוימת את התחרות הגוברת בענפי הכללי והבריאות.

בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח אנו צופים המשך תנודתיות ברווחיות בשנות התחזית, נוכח חשיפה ניכרת לגורמים אקסוגניים, כאמור, הכוללים את תנודתיות עקום הריבית והתשואות בשווקים. מגזר הבריאות צפוי להיות מושפע מהסכם לאומית כאמור, אשר ישפיע על היקף הפרמיות, אולם הינו בעל השפעה שולית על הרווחיות הישירה מפעילות זו בשנות התחזית, להערכתנו. תמורות רגולטוריות, לרבות יצירת מבנה של פוליסה אחידה ומיקוד עסקי של רוב החברות בענף, מגבירות את תחרות המחירים וגורמות ללחץ על הרווחיות בענף זה.

בענף הביטוח הכללי אנו מניחים שחיקה מסוימת בתוצאות החיתומיות בשנות התחזית ביחס לשנת 2018, כאשר רמת התחרות תיוותר גבוהה יחסית ולצד מעורבות רגולטורית יגזרו ששיעורי הרווחיות החיתומית יוותרו נמוכים ומוגבלים. נציין, כי התחזית אינה לוקחת בחשבון את ההשפעות הצפויות של הרפורמה בביטוחי רכב רכוש וכן את מסקנות וועדת קמיניץ לאור אי הוודאות הקיימת בשלב זה.

בתרחיש הבסיס של מידורג שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להמשיך להיות נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 3.0%-1.0% ו-0.2%-0.1%, בהתאמה, בטווח התחזיתי.

הלימות ההון של החברה הולמת ביחס לדירוג; פוטנציאל שיפור הכרית ההונית עדיין מוגבל בטווח התחזיתי

על פי מודל ההון של מידורג, לחברה קיים עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי (תרחיש הקיצון השלישי בחומרתו מתוך חמישה תרחישים ועל גבול תרחיש הסיכון השני בחומרתו) עם יחס הלימות הון של כ-124% בתרחיש זה. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה, כפי שנתפס במודל של מידורג-נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכוני תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים, סיכוני שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון) וסיכון חיתומי בענפי הרכב, כאשר פיזור הפעילויות

והמתאמים ביניהם מקטינים את ההון הנדרש בכ- 24%. אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם, ליום ה-31 בדצמבר 2018 בהיקף של כ- 2.0 מיליארד ש"ח⁶ ו-EPIFP מותאם⁷ בהיקף של כ- 2.2 מיליארד ש"ח. כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו מסתכלים על יחס הון למאזן (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מנכסים בסיכון המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים מחמירים יותר. יחס זה עמד ליום ה-31 בדצמבר 2018 על כ- 8%, רמה סבירה ביחס לדירוג. להערכתנו, בטווח הזמן הקצר והבינוני היחס צפוי להישחק בשוליים, נוכח תרחיש הבסיס שלנו הכולל צפי לגידול מסוים בפעילות, כאשר פוטנציאל בניית הכרית הונית יותר מוגבל, כאמור. יחס כושר הפירעון של החברה בהתאם להוראות סולבנסי 2 ליום ה-31 בדצמבר 2017 עמד על כ- 123% (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה⁸). נציין, כי פרופורמה לפעולות שביצעה החברה עד למועד הפרסום לראשונה של יחס כושר הפירעון בגין נתוני 31 בדצמבר 2017, היחס היה עומד על כ- 129%. פעולות אלה כללו גיוס הון רובד 2 בסך של 254 מיליון ₪ בפברואר 2018 ופדיון קרן של הון רובד 2 בסך 43 מיליון ₪ בחודש יולי 2018. הלימות ההון הרגולטורית של החברה טובה יחסית לדירוג, תומכת בגמישותה העסקית וביכולתה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים. להערכתנו, פוטנציאל בניית הכרית הונית בטווח התחזית הינו מוגבל יחסית. זאת נוכח פוטנציאל צבירת רווחים נמוך יחסית ותנודתי, כאמור וכן לאור הערכתנו לחלוקת דיבידנדים בשיעור של עד כ-50% מהרווח הנקי בתקופה זו. נציין, כי החברה קבעה הון יעד לצורך חלוקת דיבידנד, אשר עומד על 110% נכון ל-31 בדצמבר 2017 וגדל בהדרגתיות עד לשיעור של כ-115% בשנת 2024. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמירת מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנודתיות הצפויה של היחס, כאשר חלוקת דיבידנדים משמעותית אשר תשחק את בסיס ההון עלולה להשפיע לשלילה על הדירוג.

פרופיל נזילות הולם לדירוג הנתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית

להערכתנו, פרופיל הנזילות של החברה הולם ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של פי 1.7 בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות הצפויות בזמן הקצר והבינוני. לאור תמהיל העסקים המגוון של החברה, חלק מההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק (ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח) וחלקן בטווח הקצר (בביטוח הכללי), כאשר אנו לא מניחים פירעון התחייבויות פיננסיות משמעותי בטווח התחזית למעט המשך פירעון שוטף של אג"ח סדרה א'. נציין, כי 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 מוגבלת ביחס לדירוג ומתאפיינת ביחס מינוף מאזני (חוב ל- CAP) גבוה יחסית של כ- 52% ליום ה-31 בדצמבר 2018, אשר להערכתנו אינו צפוי להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר-בינוני. מנגד, נתמכת הגמישות הפיננסית והעסקית ביחסי סולבנסי 2 טובים יחסית, כאמור וכן בנגישות ופיזור מקורות המימון.

שיקולים מבניים

מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, דירוג החובות הנחותים (הון שלישוני מורכב, משני מורכב, משני נחות ורובד 2) מתבסס על דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS) ומשמש נקודת מוצא לדירוג מכשירי חוב שונים, שמבטחים מנפיקים. לאחר מכן אנו מבצעים

⁶ כולל הון עצמי מיוחס לבעלי המניות, הון רובד 1 נוסף, 50% מהון רובד 2 ושערך נכסים פיננסיים לא סחירים (לא כולל אג"ח ח"ץ) בשיעור השענות של 85%. מסכום זה מנוכים הוצאות רכישה נדחות במגזר החיים וחיסכון ארוך טווח ונכסים לא מוחשיים אחרים נטו ממסים נדחים.

⁷ בשיעור השענות של 60%

⁸ 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.

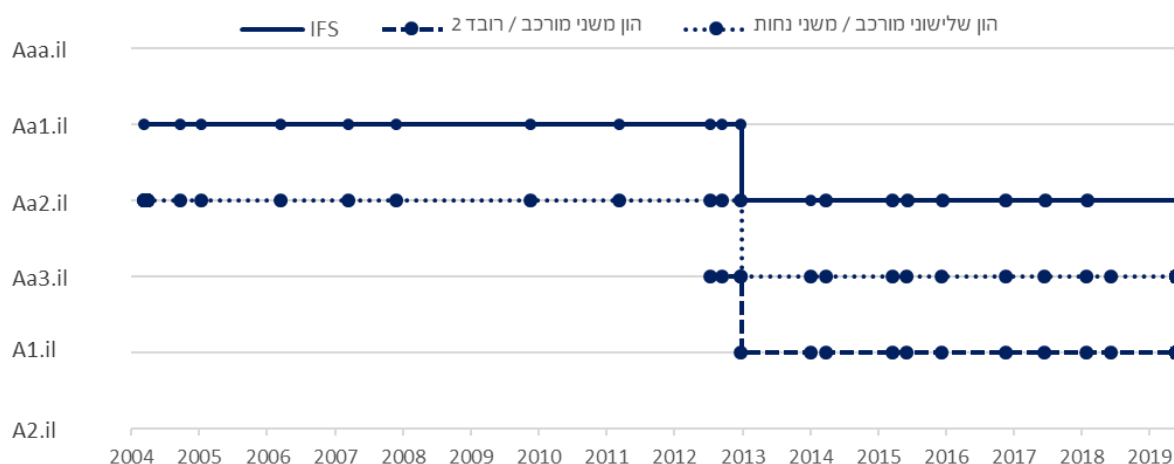
התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו החוזיים בהתחשב במידת הנדחות החוזית של המכשיר, מנגנוני ספיגת הפסדים בתנאי המכשיר ואי הודאות בנוגע לנקודת הפעלתם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול דעת המפקח על הביטוח). אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) ושתי רמות דירוג (נוטשים) מה- IFS של המבטח לדירוג הון שלישוני מורכב/משני נחות והון משני מורכב/רובד 2, בהתאמה. הורדת הנוטשים מגלמת את הנחיתות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת הפסדים הגלומים בהם. במכשירי הון רובד 2 אנו מעריכים, כי אי הודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות משהות"⁹ הינה נמוכה בשל פער מהותי מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש נוסף.

⁹ הון נדרש ל"נסיבות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון בתקופת הפריסה לפי חוזר סולבנס. נכון ל-31 בדצמבר 2017 יחס זה עומד על 52%.

אודות החברה

החברה הינה חברה פרטית בשליטה מלאה של מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "מנורה מבטחים החזקות"), שהינה חברה ציבורית אשר מנייתה נסחרת 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, מוחזקת 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 בתחום הביטוח הכללי.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

[מנורה מבטחים החזקות בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 11.06.2019

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 24.06.2018

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 15.03.2004

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' 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 וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית 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>