

כלל חברה לביטוח בע"מ

מעקב | נובמבר 2018

אנשי קשר:

אילאיל שטנר - אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית
ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג - ראש צוות, מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

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

כלל חברה לביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	Aa2.il(hyb)	הון משני נחות
אופק דירוג: יציב	Aa3.il(hyb)	הון משני מורכב

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa1.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של כלל חברה לביטוח בע"מ ("החברה") ומותירה על כנם דירוגים של Aa2.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני נחות)¹ ו- Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב)². אופק הדירוג יציב. דירוגי החובות הנחותים מגלמים את הנחיתות המבנית של חובות אלו ביחס לדירוג ה-IFS, את 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	סוג הון מוכר	מועד פירעון סופי
א'	1097138	Aa2.il(hyb)	יציב	משני נחות	01/06/2021
ג'	1120120	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	01/08/2024
ט'	1136050	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	31/07/2028
י'	1136068	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	31/07/2027

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את הפרופיל העסקי הטוב של החברה, הנתמך בגודלה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים ובפיזור סביר של קווי עסקים התומכים ביכולת יצור ההכנסות. כמו כן, הדירוג משקף פרופיל סיכון הולם, נוכח סיכון מוצרים נמוך יחסית לצד צפי להמשך ירידה בחשיפה ללקוחות גדולים ומדיניות ניהול סיכונים הולמת התומכת בפרופיל הסיכון ואשר צפויה להמשיך ולהשתפר לאור הטמעת תהליכים תומכי סולבנסי 2. הפרופיל הפיננסי של החברה נתמך מחד בכרית הונית הולמת ופרופיל נזילות טוב, אך מנגד איכות הנכסים אינה בולטת לטובה לדירוג, כאשר הגמישות הפיננסית והרווחיות עדיין נמוכות ביחס לדירוג. על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי עם עודף הון של 120% על בסיס נתוני 30 ביוני 2018 בתרחיש הקיצון השני בחומרתו מתוך חמישה. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל - נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכונים תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים ומסיכונים שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון). כמו כן, יחס כושר פירעון בהתאם להוראות החדשות (SCR) ליום 31 בדצמבר 2016 עמד על כ- 111% ו-179% (ללא ועם התחשבות בתקופת הפריסה, בהתאמה), עובדה התומכת בפרופיל הסיכון ובגמישותה העסקית של החברה. עם זאת, מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמר מרווח ביטחון הולם אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנדטיות הצפויה של היחס. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2018-2019 אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל יצור הרווחים ויכולת הבית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. זו תמשיך להיות מושפעת לחיוב להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.5% עד 3.7% בשנים 2018-2019), סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות מסוימת בתלילות העקום לצד תשואות תנדטיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, כך שימתנו במידה מסוימת את התחרות בשוק. בתרחיש זה, אנו מעריכים שחיקה מסוימת במיצובה העסקי של החברה אולם הוא יוותר טוב, וזאת בעיקר נוכח שחיקה צפויה במגזר הבריאות עם ירידה משמעותית בהיקף הפרמיות בעקבות סיום ההסכם לביטוח קבוצתי סיעודי של חברי קופת חולים מכבי³ אשר עתיד להסתיים בדצמבר 2018. נציין, כי היקף הפרמיות במסגרת ההסכם עם קופת חולים מכבי היווה כ- 60% מסך הפרמיות בתחום

¹ גויסו באמצעות חברת הבת כללביט מימון בע"מ.

² עוד יצוין שההסכם עם חברי קופת חולים לאומית צפוי להסתיים במרץ 2019 ויעמוד למכרז.

הסיעוד של החברה בשנת 2017. השפעת אובדן לקוחות אלה על רווחיות המגזר צפויה להיות מתונה יותר וכתלות ביכולת החברה לצמצם עלויות במגזר זה.

להערכתנו, צפוי גידול מצטבר של כ- 0.5%-1.5% בפרמיות המורווחות ביחס לשנת 2017, כאשר פוטנציאל הצמיחה ינבע בעיקר מענפי החיים והרכב. שיעורי הרווחיות צפויים להיוותר נמוכים ביחס לדירוג, גם נוכח יעילות תפעולית נמוכה, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA ינועו בטווח של 1%-2% ו-0.1%-0.2%, בהתאמה בטווח התחזית. נציין, כי הדירוג מגלם הטבה בגין מח"מ ההתחייבויות הארוך יחסית של החברה, התומך משמעותית בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה. אופק הדירוג היציב משקף את העובדה כי אנו צופים שהחברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

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

31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2017	30.06.2018	
90,690	94,829	98,001	105,724	101,579	107,434	סה"כ נכסים
4,147	4,402	4,513	4,870	4,714	4,858	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
381	269	112	356	200	(11)	סה"כ רווח כולל משוך לבעלי המניות של החברה
9,031	9,055	9,111	9,730	4,890	4,994	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
4,722	4,861	4,999	5,535	2,860	2,824	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
1,616	1,674	1,799	1,917	912	1,025	מתוכם בביטוח בריאות
2,696	2,522	2,315	2,279	1,119	1,145	מתוכם בביטוח כללי
7,897	7,998	8,068	8,540	4,330	4,302	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
4,036	3,001	2,611	6,230	2,718	1,532	סה"כ רווחי -השקעה

יחסים מותאמים של מידרוג

61%	60%	60%	53%	56%	50%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
5.8%	3.7%	1.4%	4.4%	5.0%	-0.3%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [1]
0.4%	0.3%	0.1%	0.3%	0.4%	0.0%	תשואה על הנכסים (ROA) [2]
41.3%	42.7%	44.5%	41.7%	41.4%	43.6%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [3]
4.4x	6.6x	1.4x	3.1x	6.3x	1.6x	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 טוב נוכח גודל משמעותי התומך ביכולת ייצור ההכנסות, אולם צפויה שחיקה מסוימת בטווח הזמן הקצר,

נוכח אובדן קולקטיב מהותי

לחברה מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה הולמת במערך ההפצה התומכים ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור. החברה הינה אחת משלושת חברות הביטוח הגדולות בישראל במונחי פרמיות ברוטו נכון ל-30 יוני 2018 ובעלת היקף נכסים מנוהלים כולל משמעותי של כ- 196 מיליארד ש"ח. גודלה של החברה מתבטא גם בנתחי שוק משמעותיים במונחי פרמיות שהורווחו ברוטו לאורך זמן (כ- 16% בממוצע בשנים 2015-2017) ובעיקר בתחומי החיים והבריאות (כ- 19% וכ- 17% בממוצע בהתאמה באותה התקופה).

נציין, כי בשל אסטרטגיית החברה בשנים האחרונות להתמקד בשיפור רווחיות הליבה החיתומית גם על חשבון גודל, צמחה החברה בהיקף הפרמיות ברוטו בשיעור נמוך יותר ממגמת הצמיחה בענף (כ- 8% בחברה במצטבר בשנים 2015-2017, לעומת כ- 20%

⁴ על פני נתוני החברה

במצטבר בענף באותה התקופה). עיקר ההשפעה חלה על מגזר הביטוח הכללי, עם שחיקה מתמשכת בנתחי השוק של החברה בענפים אלו. בשנת 2017 חל שינוי מגמה, נוכח הגידול בפעילות בענפי הרכב. להערכתנו, לחברה פיזור קווי עסקים סביר, המשתקף בשלוש רגליים משמעותיות לאורך זמן: ביטוח חיים (כ- 55% מסך הפרמיות ברוטו בממוצע בשנים 2015-2017), ביטוח בריאות (כ- 20% מסך הפרמיות ברוטו באותה תקופה) וביטוח כללי (כ- 25% מסך הפרמיות ברוטו באותה תקופה). בחינת פיזור הרווחים תומכת בפרופיל העסקי של החברה, נוכח התפלגות הולמת של מקורות הרווח, הנתמכת בארבעה מגזרים משמעותיים וללא שינוי משמעותי לאורך זמן. פיזור זה תומך בפרופיל העסקי ובפוטנציאל יצור הרווחים, נוכח התנודתיות בענף ביטוחי החיים, הנתונה להשפעות אקסוגניות משמעותיות. בטווח התחזית לשנים 2018-2019 אנו מעריכים כי תחול שחיקה מסוימת במיצובה העסקי של החברה אולם הוא יוותר טוב, וזאת בעיקר נוכח שחיקה צפויה במגזר הבריאות עם ירידה משמעותית בהיקף הפרמיות בעקבות סיום ההסכם לביטוח קבוצתי סיעודי של חברי קופת חולים מכבי אשר עתיד להסתיים בחודש דצמבר 2018. נציין, כי היקף הפרמיות במסגרת ההסכם עם קופת חולים מכבי עמד בשנת 2017 על כ- 630 מיליון ₪, אשר היווה כ- 60% מסך הפרמיות בתחום הסיעוד של החברה באותה שנה. בתרחיש הבסיס של מידורג צפוי גידול בפרמיות המורווחות בשיעור מצטבר של כ- 0.5%-1.5% ביחס לשנת 2017, כאשר פוטנציאל הצמיחה ינבע בעיקר מענפי החיים והרכב. אנו צופים המשך סביבת מאקרו תומכת, הכוללת צמיחה יציבה (3.5%-3.7% בשנים 2018-2019) ויציבות בשיעור האבטלה, אשר צפויים לתרום להמשך עלייה בשכר הריאלי. לאור זאת, במגזר ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח אנו מעריכים שהחברה תצמח בקצב גבוה במקצת ביחס לתמ"ג, בעיקר בשל הפקדות שוטפות ובשל הערכתנו להמשך עליה מסוימת בשכר הריאלי, כאמור. במגזר הבריאות צפויה שחיקה משמעותית בפרמיות (כ- 35% בשנת 2019 ביחס לשנת 2018) בעקבות סיום ההסכם עם מכבי כאמור. להערכתנו, החברה תמשיך להתמקד בביטוחי פרט, כאשר המשך התחרות בענף גם נוכח מבנה הפוליסה האחד ימשיך ליצור לחץ מחירים מסוים במגזר זה. במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים כי החברה תשמור על נתחי השוק הקיימים ותציג יציבות עד עלייה מתונה בהיקף הפרמיות (בניגוד למגמה של השנים האחרונות), זאת על רקע המשך התגברות התחרות בענף, גמישות מחיר מוגבלת וכן נוכח שיעורי רווחיות חיתומית (Combined Ratio בשייר) שאינם בולטים לטובה ביחס לממוצע בענף.

פרופיל הסיכון הולם לדירוג ונתמך בסיכון מוצרים נמוך יחסית; צפי להמשך ירידה בחשיפה 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- 69% 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" בשל אי ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר כתוצאה מהשתנות הסביבה העסקית. החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים ובפיזור הולם עם חשיפה נמוכה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ- 1% מההון העצמי ליום ה- 31 בדצמבר 2017.

בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו הינו הולם לדירוג ועמד על כ- 43% נכון ל- 31 בדצמבר 2017. יחס זה משקף חשיפה נמוכה יחסית למנגנונים מבטחי תשואה בניכוי אג"ח ח"ץ, אשר עלולים לחשוף את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים. בטווח הקצר והבינוני אנו לא צופים שינוי מהותי בתמהיל העתודות, נוכח תמהיל הפעילות הצפוי.

החברה ממשיכה להקטין את החשיפה לקולקטיבים (כ- 45% מסך הפרמיות בביטוח כללי בשנת 2013 לעומת כ- 30% ב- 2017) וצפויה בטווח התחזית להמשיך במגמה זו עם סיום ההסכם לביטוח קבוצתי סיעודי של חברי קופת חולים מכבי. נציין, כי חשיפה לקולקטיבים ומבטחים גדולים עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכוני האשראי והסיכונים הענפיים לאורך המחזור ולהגביל את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות.

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 ובמידת ההון הכלכלי, למרות שההון הכלכלי יחסי ההון צפויים להיות תנודתיים יותר תחת הוראות סולבנסי 2. 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 קיימת אי ודאות לגבי מועד ומתווה מכירת מניות כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (להלן: "חברת האם") וזהות הרוכש, ככל שתתממש עסקה מסוג זה, כאשר כרגע מתווה מכירת המניות בשוק ע"י הנאמן ממשיך. מתווה מכירה ממונף עלול לשנות את פרופיל הסיכון של החברה, שאינה מחלקת דיבידנדים בשנים האחרונות כתלות בעומס הפירעונות של הרוכש. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנושא זה והשפעתן על פרופיל הסיכון של החברה.

איכות הנכסים אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג, נוכח שיעור "נכסים בסיכון" ושיעור נכסים בלתי מוחשיים גבוהים יחסית

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד על תאבון לסיכון סביר ביחס לדירוג, עם יחס "נכסים בסיכון"⁵ מותאמים להון המוכר של כ- 50% ל- 30 ביוני 2018 (לעומת 45% במועד המעקב הקודם). תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו ליוני 2018 כולל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-52%, הלוואות מגובות בבטוחות בשיעור של כ-13%, אג"ח קונצרני בשיעור של כ-7% ומזומנים של כ-3%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות ופחות מהותיות. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בתמהיל התיק תוך המשך מיקוד בהשקעה 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, מתוך ההון העצמי עודנו גבוה יחסית ועמד על כ- 50% ביוני 2018. עם זאת, נציין כי יחס זה השתפר בשנים האחרונות לאור גידול בכרית ההונית במקביל למחיקות מוניטין בגין פעילות הגמל. כמו כן, אנו מצפים להמשיך מגמת שיפור ביחס זה בטווח הזמן הקצר והבינוני, גם בשל תמהיל הפעילות הצפוי, לצד פוטנציאל מסוים לבניית הכרית ההונית.

הכרית ההונית הולמת לדירוג וסופגת הפסדים בצורה טובה; פוטנציאל השיפור עדיין מוגבל יחסית בטווח הזמן הבינוני

על פי מודל ההון של מידורג, לחברה עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי עם עודף הון של 120% על בסיס נתוני 30 ביוני 2018 בתרחיש הקיצון השני בחומרתו מתוך חמישה. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל- נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכונים תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים ומסיכוני שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון). אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם ליום ה-30 ביוני 2018 בהיקף של כ- 4.9 מיליארד ₪ (מתוכו כ- 3.3 מיליארד ₪ הון עצמי מוחשי) ו-VIF מותאם (לפי המודל שלנו) משמעותי בהיקף של כ- 6.0 מיליארד ₪.

כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו מסתכלים על יחס הון למאזן מותאם (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מהנכסים בסיכון המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים מחמירים יותר. יחס זה עמד ליום ה-30 ביוני 2018 על כ- 110%, הולם לדירוג וצפוי להישאר ברמה דומה להערכתנו בטווח הקצר-בינוני.

בחודש יוני 2017 פורסמו הוראות עדכניות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברות ביטוח מבוסס סולבנסי 2 ("ההוראות החדשות"), לפיהן חברת ביטוח תקיים משטר כושר פירעון כלכלי בהתאם להוראות כאמור. יחס כושר פירעון בהתאם להוראות החדשות (SCR) ליום 31 בדצמבר 2016 עמד על כ- 111% ו-179% (ללא ועם התחשבות בתקופת הפריסה, בהתאמה). נציין, כי לחברה עודף הון משמעותי של כ-3.5 מיליארד ₪, על פי אבני הדרך בתקופת הפריסה⁶, עובדה התומכת בפרופיל הסיכון ובגמישותה העסקית. עם זאת, מידורג מצפה, כי החברה תפעל לשמר מרווח ביטחון הולם אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התגודתיות הצפויה של היחס. להערכתנו, פוטנציאל בניית הכרית ההונית בטווח הזמן הקצר השתפר במידה מסוימת, בעיקר נוכח סביבת העקום והשפעתו על הרזרבות, אולם בטווח הזמן הבינוני יהיה מוגבל יחסית, נוכח הסביבה העסקית המתגרת, שגזרת להערכתנו פוטנציאל צבירת רווחים נמוך, המושפע במידה רבה מגורמים אקסוגניים. נציין כי החברה טרם קבעה יעד הון לחלוקת דיבידנדים וכי בטווח התחזית לא הבאנו בחשבון שתתבצע חלוקה. כמו כן נציין כי החברה הגיעה למיצוי כמעט מלא של גיוס הון רובד 2.

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.

⁶ 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 למלא ה-SCR.

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

החברה מאופיינת ברווחיות נמוכה ביחס לדירוג וביחס לענף בשנים האחרונות, גם בשל סביבה עסקית מתגרת, חשיפה ללקוחות גדולים (למרות הצמצום כאמור) וכתוצאה ממבנה הוצאות קשיח והוצאות מיכון משמעותיות הגוזרים יעילות תפעולית נמוכה והיעדר רווחיות חיתומית משמעותית (יחס משולב בשייר של 101% בביטוח הכללי ב-5 שנים האחרונות). זאת בנוסף למחיקות שווי משמעותיות בפעילות הגמל. כאשר, הרווחיות החיתומית של החברה אינה משמעותית דיה בכדי לספוג את התנודות בשוק ההון ושינויים בעקום הריבית. כל אלו מייצרים תנודתיות גבוהה ברווחיות, כפי שמשתקף ביחסי ה-ROC וה-ROA של החברה שנעו בטווח רחב שבין 1.4%-5.8% ובין 0.1%-0.4%, בהתאמה, בשנים 2014-2017. התנודתיות ברווחיות נבעה בין היתר מהצורך בהשלמת רזרבות לאור ירידה מתמשכת בעקום הריבית ופגיעה בפוטנציאל יצור ההכנסות ובפרט בדמי הניהול המשתנים ורווחי ההשקעה. בנוסף, השפעות וועדת וינוגרד על ריבית ההון בתביעות הביטוח לאומי, אשר השפיעו וצפויות להמשיך ולהשפיע על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחבויות. עם זאת, בתקופה האחרונה חל היפוך מגמה מסוים בעיקר, נוכח השפעות אקסוגניות עם עלייה מסוימת בעקום הריבית ובתלילות, אשר הוביל להקטנת תנודות במחצית הראשונה של 2018.

בתחזית שלנו לשנים 2018-2019, אנו צופים יציבות מסוימת בפוטנציאל יצור הרווחים בטווח הזמן הקצר, ולמרות המשך סביבה עסקית מתגרת במקטעים מסוימים. הסביבה העסקית תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.5% עד 3.7% בשנים 2018-2019), סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות מסוימת בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, כך שימתנו במידה מסוימת את התחרות בשוק.

בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח, אנו צופים המשך תנודתיות ברווחיות בשנות התחזית נוכח חשיפה ניכרת לגורמים אקסוגניים הכוללים את תנודתיות עקום הריבית והתשואות בשווקים, כאשר נקודת התמיכה המרכזית להערכתנו הינה יציבות מסוימת בעקום הריבית (היעדר צפי לירידה משמעותית). ענף ביטוחי הבריאות צפוי להיות מושפע כאמור מסיום ההסכם עם מכבי, אשר ישפיע מהותית על היקף הפרמיות, אולם בעל השפעה נמוכה יותר על הרווחיות וכתלות ביכולת החברה לצמצם עלויות במגזר זה. תמורות רגולטוריות, לרבות יצירת מבנה של פוליסה אחידה, צפויות להגביר את תחרות המחירים וללחוץ על הרווחיות בענף זה. בענף הביטוח הכללי אנו מניחים שיפור מסוים בתוצאות החיתומיות ביחס לשנת 2017 בשל מהלכים לטיוב התיק שביצעה החברה, אך עם זאת רמת התחרות תיותר גבוהה יחסית להערכתנו ושיעורי הרווחיות החיתומית יוותרו מתונים בשל השפעות רגולטוריות. בהתאם לאמור, בתרחיש הבסיס שלנו שיעורי הרווחיות צפויים להיותר נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA ינועו בטווח של 1%-2% ו-0.1%-0.2% בהתאמה בטווח התחזית.

פרופיל נזילות בולט לטובה הנתמך במח"מ התחייבויות ארוך; הגמישות הפיננסית נמוכה לדירוג ומושפעת לשלילה

ממינוף פיננסי גבוה, אולם נתמכת במרווח סביר ביחס להלימות ההון הרגולטורית

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג, ומשתקף ביחס שוטף של פי 3 בין הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות בזמן הקצר. לאור תמהיל העסקים של החברה, המוטה ביטוחי חיים, באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק. בנוסף לא צפוי פירעון קרן משמעותי של ההתחייבויות הפיננסיות בטווח הקצר, למעט המשך פירעון שוטף של סדרה א' בהתאם ללוח הסילוקין.

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 נמוכה ביחס לדירוג ומתאפיינת ביחס מינוף מאזני (חוב ל- CAP) גבוה יחסית של כ-45% ליום ה-30 ביוני 2018, בדומה לקבוצת ההשוואה, אשר להערכתנו צפוי להשתפר בשוליים לאור פוטנציאל בניית הכרית ההונית וללא הנחה

לגידול בחוב בטווח התחזית. נציין, כי עמידת החברה ביחסי כושר הפירעון בהתאם להוראות החדשות (SCR) בפער משמעותי בתקופת הפריסה וללא הוראות מעבר תומכים בגמישותה הפיננסית של החברה.

שיקולים מבניים

מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, דירוג החובות הנחותים (הון שלישוני מורכב ומשני מורכב) מתבסס על דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS) ומשמש נקודת מוצא לדירוג מכשירי חוב שונים שמבטחים מנפיקים. לאחר מכן אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו הספציפיים ומיקומו על סולם שבין חוב להון - בהתחשב במידת הנדחות המבנית 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 והון משני מורכב, 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 ההפסדים הגלומים בהם.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפיזור ותמהיל הפעילות של החברה לאורך זמן
- 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
- שינוי מבנה הבעלות באופן שיפגע בפרופיל הסיכון של החברה ובכלל זה חלוקת דיבידנדים אגרסיבית

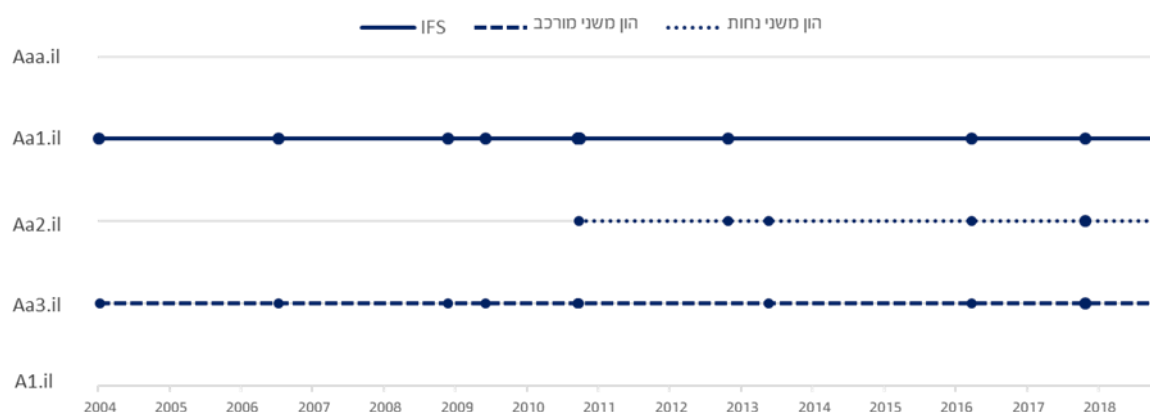
אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל ביום 10 בספטמבר 1962. החברה הינה חברה בת בבעלות מלאה (99.98%) של כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (להלן - "כלל החזקות"). מניות כלל החזקות רשומות למסחר בבורסה. מנכ"ל החברה הינו מר יורם נווה. בעלי מניות העיקריים של כלל החזקות, הינם אי די בי חברה לפתוח בע"מ (להלן - "אי די בי פתוח"), המחזיקה בעצמה ובאמצעות נאמן, כ-29.8% ממניות כלל החזקות ובנק הפועלים בע"מ ("בנק הפועלים") המחזיק, בכ-9.5% ממניות כלל החזקות. בהתאם לדרישת המפקח על הביטוח, העבירה אי די בי פתוח ביום 21 באוגוסט 2013, כ-51% מהון המניות המונפק ומזכויות ההצבעה של כלל החזקות המוחזקות על ידי אי די בי פתוח (להלן - "אמצעי השליטה"), למר משה טרי, שמכהן כנאמן עבור אי די בי פתוח לצורך הפעלת הסמכויות הנתונות לה מכוח אמצעי השליטה בהתאם להוראות כתב הנאמנות.

בין בנק הפועלים לבין אי די בי פתוח, קיים הסכם בעלי מניות לפיו בין היתר, ניתנה לאידיבי פתוח זכות סירוב ביחס למכירת מניות כלל החזקות על-ידי בנק הפועלים. בנק הפועלים ואידיבי פתוח הגיעו להסכמות לפיהן תינתן לאידיבי פתוח תקופה לצורך איתור מספר רוכשים, אשר עימם יתקשר בנק הפועלים, בעסקאות למכירת כל החזקות בנק הפועלים במניות כלל החזקות בעסקאות מחוץ לבורסה שלא תותנינה בתנאים שתושלמנה במועד אחד ולא יאוחר מיום 10.11.2018 ("מועד הרכישה"). אם עד ליום 10.11.2018 לא תושלם מכירת כל המניות כאמור, בנק הפועלים יהיה רשאי למכרן. הסכם בעלי המניות, לרבות הוראת זכות הסירוב הראשון של אידיבי פתוח על-פיו, יתבטל במועד המוקדם מבין מועד הרכישה או יום 10.11.2018.

החברה פעילה בעיקר בתחומי הביטוח, הפנסיה והגמל ומהווה אחת מחברות הביטוח הגדולות בישראל. פעילות החברה וחברות הבנות שלה הינה בעיקר בשלושה תחומי פעילות: חסכון ארוך טווח, ביטוח כללי וביטוח בריאות. הפעילות בתחום הביטוח מתבצעת ככלל בישראל. הפעילות הביטוחית מתבצעת על ידי החברה, למעט עסקי ביטוח אשראי, שמבוצעים באמצעות כלל ביטוח אשראי.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[כלל חברה לביטוח 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

04.11.2018	תאריך דוח הדירוג:
30.10.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
02.11.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
כלל חברה לביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
כלל חברה לביטוח בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' 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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 לסיכויי 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>