

הכשרה 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

הכשרה חברה לביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	Baa2.il(hyb)	הון משני מורכב והון רובד 2

מידרוג מותירה על כנו דירוג של A3.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של הכשרה חברה לביטוח בע"מ ("הכשרה" או "החברה") ומותירה על כנו דירוג של Baa2.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב והון רובד 2) שהנפיקה החברה. אופק הדירוג יציב. דירוג החוב הנחות מגלם את הנחיתות המבנית של חוב זה ביחס לדירוג ה-IFS ואת השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בו.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	סוג הון מוכר	מועד פירעון סופי
1	1122092	Baa2.il(hyb)	יציב	משני מורכב	31/12/2021
2	1131218	Baa2.il(hyb)	יציב	משני מורכב	31/01/2025
3	1151026	Baa2.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	01/07/2026

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי המוגבל בגודלה של החברה ובפיזור מקורות רווח שאינו בולט לטובה. כמו כן, הדירוג משקף פרופיל סיכון טוב ביחס לדירוג, הנתמך בסיכון מוצרים נמוך לצד חשיפה מועטה ללקוחות גדולים, אולם מושפע לשלילה בשל תלות בעל השליטה בדיבידנדים לצורך שירות החוב. הפרופיל הפיננסי של החברה מאופיין באיכות נכסים הולמת לדירוג וכרית הונית סבירה, אולם פוטנציאל השיפור בה עדיין מוגבל בטווח הזמן הבינוני. רווחיות החברה סבירה לדירוג, אך נשחקה בשנים האחרונות. פרופיל הנזילות והגמישות הפיננסית נותרו סבירים לדירוג.

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון סביר ביחס לדירוג הנוכחי, כאשר החברה עומדת בצורה גבולית בתרחיש הקיצון השלישי בחומרתו מתוך חמישה, על בסיס נתוני 30 ביוני 2018. הסיכונים העיקרים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל-נובעים מסיכונים ביטוחיים בביטוח כללי בענפי הרכב בעיקר וכן מסיכונים שוק בגין השקעות. כמו כן, יחס כושר פירעון בהתאם להוראות החדשות (SCR) ליום 31 בדצמבר 2016 עמד על כ-103% ו-172% (ללא ועם התחשבות בתקופת הפריסה, בהתאמה). נציין, כי יחס זה לא לוקח בחשבון את השפעת פעילות החברה ותוצאותיה בשנת 2017 ובמחצית הראשונה של שנת 2018. לאור הצורך בחלוקת דיבידנדים כאמור, החברה פעלה להקטנת דרישות ההון גם בדרך של עסקאות עם מבטחי משנה, כאשר לאלה השפעות נגזרות על שיעורי הרווחיות. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמר מרווח הוני הולם אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנודתיות הצפויה של היחס.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2018-2019, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר 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 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.

בתרחיש זה, אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות בשיעור מצטבר של כ-3%-1% ביחס לשנת 2017, עם שונות בין המגזרים השונים, כאשר פוטנציאל הצמיחה ינבע להערכתנו בעיקר מענפי רכוש אחר וחבויות. במגזר ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, החברה מתמקדת בעיקר בפוליסות חסכון ("בסט אינווסט") ובפוליסות ריסק לצד צמצום מתמשך בביטוחי מנהלים. המיקוד העסקי הכולל בעיקר מוצרים המאופיינים בפרופיל סיכון נמוך ביחד עם גיוון ערוצי ההפצה צפויים לתמוך להערכתנו בשיפור מסוים בכרית הרווח. בתרחיש זה שיעורי הרווחיות צפויים להיות סבירים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA ינועו בטווח של 2.0%-3.0% ו-0.1%-0.2%, בהתאמה בטווח התחזית.

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

הכשרה 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	
8,128	9,081	10,996	14,924	12,933	16,329	סה"כ נכסים
364	374	367	339	352	365	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
77	40	15	(3)	3	26	סה"כ רווח כולל משוך לבעלי המניות של החברה
1,544	1,639	1,818	1,789	896	843	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
556	596	721	709	357	310	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח [1]
988	1,043	1,098	1,080	539	534	מתוכם בביטוח כללי
1,374	1,411	772	1,157	682	614	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
318	191	322	645	223	128	סה"כ רווחי השקעה

יחסים מותאמים של מידורג

48%	62%	79%	104%	91%	102%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC מההון העצמי
13.6%	6.5%	2.4%	-0.5%	0.9%	8.5%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [2]
1.0%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	תשואה על הנכסים (ROA) [3]
41.7%	42.1%	42.6%	44.9%	43.8%	43.2%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [4]
10.1x	6.0x	2.7x	0.3x	2.8x	9.1x	רווח לפני ריבית ומס (EBIT) להוצאות ריבית

[1] מגזר ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח כולל גם את פעילות ביטוח הבריאות של הקבוצה
 [2] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות והון עצמי המשוך לבעלי המניות בתקופה מוגלם שנתי
 [3] רווח כולל לממוצע סך הנכסים בתקופה מוגלם שנתי
 [4] החוב המותאם כולל התחייבויות פיננסיות והתחייבויות בגין הטבות לעובדים, נטו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

הפרופיל העסקי מוגבל בגודלה של החברה ובפיזור קווי עסקים שאינו בולט לטובה

החברה הינה חברת ביטוח בינונית (המבטח השמיני בגודלו בישראל לאורך זמן במונחי פרמיות ברוטו) ובעלת פרופיל עסקי מוגבל בשל גודלה, כפי שמשקף בנתח שוק כולל נמוך לאורך זמן במונחי פרמיות ברוטו (כ- 3% מסך שוק הביטוח המקומי ליום ה- 30 ביוני 2018) ובהיקף נכסים מנהלים קטן יחסית. עם זאת נציין, כי במגזר הביטוח הכללי לחברה נתח שוק עודף ביחס לנתח השוק הכללי שלה לאורך זמן (כ- 5% באותה תקופה).

החברה מספקת את מרבית מוצרי הביטוח, אולם פיזור הפעילויות אינו בולט לטובה, כאשר לחברה שתי רגלים מרכזיות לאורך זמן, כפי שמשקף בתמהיל הפרמיות והרווחים, עם ריכוזיות משמעותית בענפי הרכב והחיים (כ- 70% מסך הפרמיות ברוטו ליום ה- 30 ביוני 2018) וללא פעילות ביטוח בריאות משמעותית. נציין, כי התמקדות החברה בפוליסות חסכון ("בסט אינווסט") בתחום ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח תומכת בפרופיל הסיכון של החברה ובפיזור מקורות ההכנסה. צמיחת מגזר זה אשר צפוי להימשך להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני, ביחד עם התמקדות במוצרי פרט בתחום הריסק והרכוש ופיתוח ערוצי הפצה דיגיטליים, תומכים בשיפור הצעת הערך של החברה, במיצובה העסקי של החברה וביכולת יצור ההכנסות והרווח בטווח הזמן הבינוני. ערוצי השיווק וההפצה העיקריים של החברה הינם סוכני וסוכנויות ביטוח. אולם, החברה מפתחת ערוצים דיגיטליים, כאמור ובפרט במגזרים בהם מבנה הפוליסות אחיד יחסית, אשר צפוי לתרום להערכתנו לשיפור שימור הלקוחות, לשליטה טובה יותר במערך ההפצה, במבנה ההוצאות וכנגזר ברווחיות החברה בטווח הזמן הבינוני ארוך.

בטווח התחזית לשנים 2018-2019 אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות בשיעור מצטבר של כ- 3%-1% ביחס לשנת 2017, עם שונות בין המגזרים השונים, כאשר פוטנציאל הצמיחה ינבע להערכתנו בעיקר מענפי הרכוש והחבויות.

אנו צופים, המשיך סביבת מאקרו תומכת, הכוללת צמיחה יציבה יחסית (3.5%-3.7% בשנים 2018-2019) ויציבות בשיעור האבטלה, אשר צפויים לתרום להמשך עלייה בשכר הריאלי. גורמים אלה, יתמכו במגזר ביטוח החיים ובפרט בהמשך צמיחת פוליסות החיסכון ("בסט אינווסט"), לצד צמצום בביטוחי מנהלים הצפוי להימשך להערכתנו. במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים כי החברה תשמר על

נתחי השוק הקיימים שלה ותציג עלייה מצטברת של כ- 10% בהיקף הפרמיות, הנתמכת גם בהשקת במסלול דיגיטלי חדש ("GO") לענפי הרכב. נציין, כי רמת התחרות בענף הביטוח הכללי תישאר גבוהה להערכתנו, כאשר גמישות המחיר עודנה מוגבלת.

פרופיל הסיכון טוב ביחס לדירוג, נתמך בסיכון מוצרים נמוך לצד חשיפה מועטה ללקוחות גדולים, אולם מנגד ממשיך להיות מושפע לשלילה בשל תיאבון דיבידנדים גבוה של בעל השליטה

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך, בולט לחיוב ביחס לדירוג, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יחסית. בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר כ- 59% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-30 ביוני 2018 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 עם חשיפה בשייר נמוכה יחסית בקורות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ-1% מההון המוכר ליום ה-31 בדצמבר 2017. בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו הינו גבוה ובולט לחיוב ביחס לדירוג, ועמד על כ-75% נכון ל-31 בדצמבר 2017. יחס זה הושפע בין היתר משינוי מתמשך בתמהיל העתודות, שנבע מהגדלת ההתחייבויות בגין חוזי השקעה (בעיקר מוצר "בסט אינווסט"), כאשר חלקן של התחייבויות אלה מתוך סך ההתחייבויות בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח עמד על כ-50% בשנת 2017, לעומת 28% בשנת 2015. בטווח הקצר והבינוני אנו צופים המשך שינוי בתמהיל העתודות כתוצאה מהמיקוד בפוליסות חיסכון, כאמור ומוצרי ריסק, כך שפרופיל הסיכון צפוי להמשיך ולהשתפר. בנוסף, נתמך פרופיל הסיכון בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבטחים גדולים מתוך סך הפרמיות שעמד על כ-5% מסך הפרמיות המורווחות ברוטו בשנת 2017 (כ-8% מסך הפרמיות בביטוח כללי לאותו המועד). חשיפה כזו, עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכונים האשראי והסיכונים הענפיים לאורך המחזור ומגבילה 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, לתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמידת ההון הכלכלי. נציין, כי ההון הכלכלי יחסי ההון צפויים להיות תנודתיים יותר תחת משטר זה. מנגד, פרופיל הסיכון של החברה מושפע לשלילה מצרכי הדיבידנדים הגבוהים יחסית (ביחס לפוטנציאל הרווח של החברה) של אלעזרא החזקות בע"מ (להלן - "אלעזרא")-החברה השולטת בחברת האם, כאשר שירות החוב של האג"ח (סדרה ד') שהנפיקה אלעזרא מבוסס בעיקרו על דיבידנדים מהמבטח. כנגזר החברה לא השכילה לבנות כרית הון בשנים האחרונות (משנת 2014 ועד הרבעון השני של 2018). בנוסף, ציין כי החברה ביצעה עסקאות ביטוח משנה חריגות, שאפשרו לה להגדיל את עודף ההון מול הדרישות הרגולטוריות וכפועל יוצא לחלק דיבידנדים בכדי לעמוד בעומס הפירעונות באלעזרא, עובדה הפוגמת בדירוג. צרכי החוב הצפויים באלעזרא בשנים 2018 ו-2019 גוזרים היקף חלוקת דיבידנדים של כ-30 מיליון בשנה, וצפויים להמשיך וללחוץ על היקף הכרית ההונית להערכתנו, במידה ויחולקו.

איכות הנכסים הולמת לדירוג

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד על תאבון סיכון הולם ביחס לדירוג, אולם עודנו גבוה ביחס ענף, עם יחס "נכסים בסיכון" מותאמים להון מוכר של כ-78% ליום ה-30 ביוני 2018 (לעומת 97% במועד המעקב הקודם). נציין, כי היחס הושפע לחיוב ממימוש תיק האג"ח לפדיון בחודש אפריל 2018, פער עיתוי אשר ייסגר בטווח הזמן הקצר. אנו מעריכים, כי בטווח התחזית לא צפוי שינוי מהותי בתמהיל התיק, תוך המשך מיקוד בהשקעה בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריבית הנוכחית המייצרת אתגר בשימור פוטנציאל התשואה, כך שהיחס צפוי לנוע ברמות שאפיינו אותו בשנים קודמות. פרופיל ההשקעות של החברה נובע גם מצרכי הדיבידנדים של חברת אלעזרא, אולם גם משינוי תיאבון הסיכון, בהמשך למגמה שראינו במועד המעקב הקודם, כתוצאה מסביבת הריבית ופוטנציאל

¹ 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.

התשואות, כפי שמשתקף בתמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו ליוני 2018 הכולל בעיקר אג"ח ממשלתי בשיעור של כ- 45% (לעומת 52% בשנת 2015), השקעות בנדל"ן בשיעור של כ- 19% (לעומת 11% בשנת 2015), כאשר יתר ההשקעות מפוזרות ופחות מהותיות. מרכיב המזומנים עמד על שיעור של כ- 15% (לעומת 4% בשנת 2015) אך צפוי לרדת בטווח הזמן הקצר- בינוני לרמות שאפיינו אותו בשנים הקודמות, כאמור.

שיעור הוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים וסך הנכסים הבלתי מוחשיים, אשר מאופיינים בשווי "רך יותר", מתוך ההון עמד על כ- 65% ל-30 ביוני 2018 (בנטרול עסקת ביטוח משנה בשנת 2017 על ה- DAC בגין פעילות הריסק בביטוח חיים בסך 130 מיליון ש"ח). אנו צופים כי היחס צפוי להישחק בשוליים בטווח התחזית, נוכח הערכתנו לצמיחה מסוימת בפוליסות ריסק וללא גידול מקביל בכרית ההונית.

כרית ההון סופגת הפסדים בצורה סבירה; פוטנציאל השיפור עדיין מוגבל בטווח הזמן הבינוני

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון סביר ביחס לדירוג הנוכחי כאשר החברה עומדת בצורה גבולית בתרחיש הקיצון השלישי בחומרתו מתוך חמישה, על בסיס נתוני 30 ביוני 2018. הסיכונים העיקרים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל- נובעים מסיכונים ביטוחיים בביטוח כללי בענפי הרכב בעיקר וכן מסיכונים שוק בגין השקעות. אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם ליום ה-30 ביוני 2018 בהיקף של כ- 330 מיליון ש"ח (מתוכו כ- 210 מיליון ש"ח הון עצמי מוחשי) ו-VIF מותאם (לפי המודל שלנו) בהיקף של כ- 390 מיליון ש"ח.

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 נמצא במגמת שחיקה בשנים האחרונות, כתוצאה מחלוקת דיבידנדים אגרסיבית ועמד ליום ה-30 ביוני 2017 על כ-6%. להערכתנו, רמת המינוף צפויה להמשיך ולהישחק בשוליים בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח הצפי לגידול מסוים בפעילות, כאשר פוטנציאל בניית הכרית ההונית יוותר מוגבל.

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- 103% ו-172% (ללא ועם התחשבות בתקופת הפריסה, בהתאמה). לחברה עודף הון של כ- 330 מיליון ש"ח, על פי אבני הדרך בתקופת הפריסה². נציין כי יחס זה לא לוקח בחשבון את השפעת פעילות החברה ותוצאותיה בשנת 2017 ובמחצית הראשונה של שנת 2018. לאור הצורך בחלוקת דיבידנדים כאמור, החברה פעלה להקטנת דרישות ההון גם בדרך של עסקאות עם מבטחי משנה, כאשר לאלה השפעות נגזרות על שיעורי הרווחיות.

להערכתנו, פוטנציאל הכרית ההונית יוותר מוגבל, נוכח הסביבה העסקית המתגברת הגוזרת פוטנציאל רווחים נמוך, וכן המשך לחץ דיבידנדים לצורך שירות החוב באלעזרא, כאמור. החברה קבעה יעד הון לחלוקת דיבידנדים אשר עומד על 101% ליום ה-31 בדצמבר 2017 ועולה בהדרגה בכל שנה עד לשיעור של כ- 108% יום ה-31 בדצמבר 2024. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמר מרווח הוני הולם אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנודתיות הצפויה של היחס.

כרית הרווחיות סבירה לדירוג; צפי לשיפור מסוים בטווח התחזית

החברה מאופיינת ברווחיות סבירה לדירוג, אשר נשחקה בשנים האחרונות גם כתוצאה מהסביבה העסקית המתגברת, הרעה חיתומית במגזר רכב חובה (גם כתוצאה מהתערבויות רגולטוריות ושינויים בהנחות האקטואריות), יעילות תפעולית נמוכה יחסית וכן חשיפת הענף והחברה בתוכו לגורמים אקסוגניים ובפרט לשוק ההון. גורמים אלה מייצרים תנודתיות גבוהה ברווחיות, כפי שמשתקף ביחסי ה-ROC וה-ROA של החברה שנוו בטווח רחב יחסית שבין 13.6% ו-0.5% ובין 0.0% ו-1.0% בהתאמה, בשנים 2014-2017. הירידה ברווחיות נבעה בין היתר גם מהשפעות וועדת וינוגרד על ריבית ההיוון בתביעות הביטוח לאומי, אשר השפיעו וצפויות להמשיך ולהשפיע

² 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.

על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחביות. עם זאת, נציין כי החברה פעלה לטיוב תיק הרכב ואי חידוש של קולקטיבים הפסדיים, אשר צפוי לתרום במידה מסוימת לרווחיות החיתומית במגזרים אלו. בנוסף נתמכת הרווחיות מחשיפה נמוכה לקולקטיביים. בתחזית שלנו לשנים 2018-2019, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת במקטעים מסוימים, אשר 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 הביטוח הכללי אנו מניחים שיפור מסוים בתוצאות החיתומיות ביחס לשנת 2017 בשל מהלכים לטיוב התיק שביצעה החברה ובעיקר במגזרי הרכב כאמור וזאת גם לאחר הרעה חיתומית משמעותית שחלה במגזר רכב חובה, אשר נגרמה בין היתר לאור התפתחות התביעות בשנות החיתום הישנות. כפועל יוצא, העבירה החברה חלק גדול מהעסק למבטחי משנה. רמת התחרות תיותר גבוהה יחסית להערכתנו, ושיעורי הרווחיות החיתומית יוותרו מתונים גם בשל השפעות רגולטוריות. בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח אנו צופים המשך רווחיות נמוכה נוכח חשיפה לגורמים אקסוגניים הכוללים את תנודתיות עקום הריבית והתשואות בשווקים. במגזר זה החברה מצמצמת את ביטוחי מנהלים ומתמקדת בעיקר בפוליסות ריסק ובפוליסות חסכון ("בסט אינווסט"), כאשר לצד הגידול בדמי הניהול הקבועים צפויה תוספת הוצאות בגין עמלות לסוכנים ולמנהלים נכסים כאשר לאורך זמן פעילות זו צפויה לייצר רווחיות חיובית. בתרחיש הבסיס שלנו שיעורי הרווחיות צפויים להיות סבירים ביחס לדירוג, להיתמך ביחס משולב של כ- 100% בביטוח הכללי, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA ינועו בטווח של 2.0%-3.0% ו-0.1%-0.2%, בהתאמה בטווח התחזית. נציין, כאמור כי התמקדות החברה בפוליסות פרט בעלות מאפייני סיכון מתון יחסית (רכוש וריסק) והתפתחות מודל ההפצה צפויים לתמוך בפוטנציאל הרווח של החברה בטווח הזמן הבינוני להערכתנו.

פרופיל הנזילות והגמישות הפיננסית סבירים לדירוג

פרופיל הנזילות של החברה סביר לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של פי 1.4 בין הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות הצפויות בזמן הקצר. לאור תמהיל העסקים של החברה, המוטה ביטוח כללי, באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הזמן הקצר והבינוני. לחברה קיימת אופציית פירעון מוקדם להתחייבויות הפיננסיות בסוף שנת 2018 ותחילת שנת 2019, ואנו מניחים כי היא תמחזר התחייבויות אלה בטווח הזמן הקצר, לאור גריעת הכרתם כהון רגולטורי ועלות מימון אלטרנטיבית עדיפה. להערכתנו, מדיניות המשך חלוקת הדיבידנדים לצורך שירות החוב באלעזרא, במקביל לרווחיות הנמוכה עשויה בטווח הקצר-בינוני לשחוק את הגמישות הפיננסית של החברה. עם זאת, הגמישות הפיננסית של החברה עדיין סבירה ביחס לדירוג ומתאפיינת ביחסי מינוף מאזני (חוב ל-CAP) של כ- 43% ליום ה-30 ביוני 2018, אשר להערכתנו לא צפוי להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר-בינוני.

שיקולים מבניים

מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידורג, דירוג החובות הנחותים (משני מורכב ורובד 2) 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 שתי רמות דירוג (נוטשים) מה-IFS של המבטח לדירוג הון משני מורכב/רובד 2, בהתאמה. הורדת הנוטשים מגלמת את הנחיתות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS) ואת השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בנתחי שוק והיקף הפרמיות בכלל תחומי הפעילות
- שיפור מתמשך ומשמעותי ברווחיות החיתומית, תוך הקטנת התלות ברווחים מהשקעות
- שיפור משמעותי בהלימות ההון ובפרט בכרית ההונית של החברה

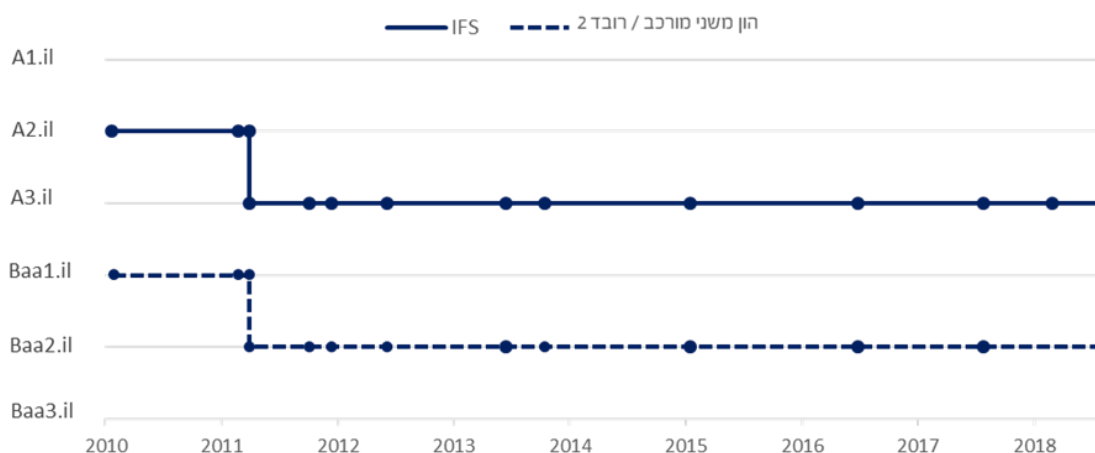
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת ביחסי הרווחיות הכוללים וברווחיות החיתומית בפרט
- שחיקה מתמשכת בהיקף הכרית ההונית

אודות החברה

החברה הינה חברה פרטית שהינה תאגיד מדווח, הפועלת בכל ענפי תחום הביטוח הכללי ותחום ביטוח החיים. מנכ"ל החברה הינו מר שמעון מירון. החברה הינה חברת בת בשליטה ובבעלות של חברת אלעזרע החזקות ביטוח בע"מ המחזיקה בשיעור של כ-53.6% ממניות החברה. כמו כן, מר אלי אלעזרע, בעל השליטה בחברה, מחזיק שיעור נוסף של כ-41.65% ממניות החברה, מהם כ-1.9% ישירות, כ-34.7% באמצעות אפרידר החברה לשיכון ופיתוח ישראל בע"מ, חברה פרטית בבעלות ובשליטתו של מר אלי אלעזרע, וכ-5.1% באמצעות אלעזרע החזקות בע"מ, חברה פרטית שהינה תאגיד מדווח, בבעלותו ובשליטתו של מר אלי אלעזרע.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[הכשרה 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

15.11.2018	תאריך דוח הדירוג:
13.11.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
20.12.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
הכשרה חברה לביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
הכשרה 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' מידרג בע"מ (להלן: "מידרג").

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

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרג 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.

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

מידרג 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 מידרג בכל דרך ואופן שהוא.

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

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

מידרג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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