

# הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ

מעקב | מרץ 2023

## אנשי קשר:

### צביקה ארליכמן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

[Tzvika.e@midroog.co.il](mailto:Tzvika.e@midroog.co.il)

### עמית פדרמן, רו"ח

ראש צוות, מעריך דירוג משני

[amit.federman@midroog.co.il](mailto:amit.federman@midroog.co.il)

### איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים

[Itay.navarra@midroog.co.il](mailto:Itay.navarra@midroog.co.il)

## הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ

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

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

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג המנפיק נתמך באחזקת שליטה בהראל חברה לביטוח בע"מ ("הראל ביטוח" ו/או "המבטח") (Aa1.il, יציב), בגמישות פיננסית גבוהה המאופיינת במינוף נמוך וביחסי כיסוי בולטים לטובה, כפי שבא לידי ביטוי גם במדיניות פיננסית יציבה ושמרנית, להערכתנו. פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה לאורך זמן, כפי שמשקף ביחס שירות חוב (DSCR כולל יתרות נזילות). על אף הרחבת היקף החברות המוחזקות בשלוש השנים האחרונות, לחברה תיק אחזקות ריכוזי בענפי הביטוח, חיסכון ארוך טווח והפיננסיים, כאשר שלוש המוחזקות העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשלושתן) הינן הראל ביטוח, הראל פנסיה וגמל בע"מ ("הראל פנסיה וגמל") והראל פיננסיים אחזקות בע"מ ("הראל פיננסיים"), המהוות את החלק העיקרי משווי ההשקעות וההלוואות למוחזקות. בשלוש השנים האחרונות החברה פעלה להרחיב ולפזר את תיק האחזקות כאמור, וזאת בין היתר על ידי העברת מלוא הון המניות של הראל פנסיה וגמל ושל החזקות במשכנתאות ישראל בע"מ ("EMI החזקות<sup>2</sup>"), על ידי חלוקת דיבידנד בעין מהראל ביטוח אל החברה. אנו סבורים, כי שתי החברות הללו יוכלו לאורך זמן לתמוך בשירות החוב בחברה, בשל עודפי ההון, יכולת ייצור תזרים בשתייהן וחשיפה נמוכה יחסית למשתי שוק. בנוסף, לחברה מספר אחזקות נוספות שתורמות לפיזור התיק, ומבניהן נמנית "המצפן" - שותפים לדרך בע"מ (70%), המחזיקה ברישיון מורחב למתן אשראי. המצפן עוסקת ביצירת פתרונות מימון ליזמים איכותיים בתחום העסקים הקטנים והבינוניים, לרבות הענקת הלוואות מזנין. עם זאת, תרומתה לשווי ולתזרים אינה צפויה להיות מהותית בטווח הזמן הקצר. נציין, כי לחברה קיימים הסכמים מול חלק מהחברות המוחזקות שלה, אשר במסגרתם היא זכאית לקבל דמי ניהול, בתמורה לשירותי ניהול וייעוץ. התזרימים המתקבלים בגין הסכמים אלה, תורמים אף הם לשירות החוב בחברה ולנזילותה, כאשר הם מהווים גורם הכנסות יציב יחסית, התומך בדירוג החברה.

בתרחיש הבסיס לשנים 2022-2024, מידרוג צופה היקף מקורות שינוע בטווח שבין 450-1,150 מיליוני ₪ בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך קבלת דמי ניהול שנתיים, דיבידנד ממוחזקות, תקבולי ריבית מהראל ביטוח בגין מכשירי הון רוברד 1 נוסף שהונפקו לחברה, החזר הלוואה (קרן וריבית) שניתנה להראל פנסיה וגמל על פי תנאי לוח הסילוקין ופירעון שטרי חוב ממוחזקות. כנגד מקורות אלו, אנו מניחים שימושים שנתיים שינועו בהיקפים של 520-775 מיליוני ₪ בטווח התחזית, הכוללים תשלומי קרן וריבית מתאגידים בנקאיים, הוצאות הנהלה וכלליות, המשך השקעות במוחזקות והמשך חלוקת דיבידנדים שוטפים אל בעלי המניות, על פי מדיניות הדיבידנד שנקבעה על ידי הדירקטוריון החברה (לפחות 30% מהרווח הכולל על פי הדוחות הכספיים המאוחדים השנתיים), ובהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמבטח, תוך הנחתנו להמשך שמירה של כרית הנזילות. בתרחיש זה, יחס שירות החוב השנתי (DSCR+CASH) הכולל יתרות נזילות (מזומן ותיק ני"ע), צפוי לנוע בטווח שבין 19x-26x, שהינו בולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה, ומעיד על נזילות ויכולת ייצור תזרים גבוהות ביחס לחלויות השוטפות. כמו כן, פרופיל הנזילות של החברה נתמך ביתרות נזילות משמעותיות, בהיקף של כ-1,151 מיליוני ₪, נכון ליום 30 בספטמבר 2022. יתרות אלו כוללות תיק ניירות ערך סחיר בהיקף משמעותי, המאופיין להערכתנו בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית. להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט

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

לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס בטווח שבין 12x-14x. בנוסף, הגמישות הפיננסית משתקפת בשיעור מינוף (LTV) יחס חוב פיננסי ל-FFO בולטים לטובה, אשר צפויים לנוע להערכתנו בטווחים שליליים שבין 14%-15% ו-5.0x-5.5x בהתאמה, כאשר רמת המינוף הנמוכה תומכת להערכתנו ביכולת מחזור החוב של החברה, במידת הצורך. כמו כן, הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב גם מנגישות גבוהה לגורמים המממנים, מרחק מספק מאמות מידה פיננסיות, בעלות ושליטה במוחזקות העיקריות, היעדר קובננטים אפקטיביים בהלוואות הבנקאיות ובאגרות החוב ונכסים מהותיים פנויים משעבוד.

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

נציין כי ביום 08 בינואר 2023 פנתה החברה לדירקטוריון ישראלכרט בע"מ (להלן: "ישראלכרט" או "החברה הנרכשת") על מנת להיכנס למו"מ לגיבוש הסכם מיזוג משולש הופכי (להלן: "העסקה" או "עסקת מיזוג") בין החברה לבין ישראלכרט, אשר במסגרתו תרכוש החברה את מלוא הונה המונפק והנפרע של ישראלכרט אשר נמצאת ללא גרעין שליטה. ביום 12 בפברואר 2023 נחתם הסכם מיזוג מחייב בין החברה לבין ישראלכרט שעיקריו כדלהלן: להקים חברת בת ייעודית (להלן: "חברת היעד") אשר תתמזג עם ולתוך ישראלכרט ובמועד השלמת המיזוג תתחיל חברת היעד וישראלכרט תהפוך לחברה פרטית בבעלות מלאה של החברה. בנוסף, הסכם המיזוג כלל תנאים מתלים אשר המועד האחרון להתקיימותם יחול עד שישה חודשים לאחר מועד החתימה, לרבות אישור עסקת המיזוג על ידי אסיפת בעלי המניות, קבלת אישורים רגולטורים לעסקת המיזוג לרבות אישור מצד הממונה על התחרות, מפקח על הבנקים, והממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון. בהתאם לעסקה זו, התמורה הכוללת שהחברה צפויה לשלם לבעלי המניות בישראלכרט בגין העסקה תהיה כ-2,934 מיליוני ₪ בתוספת ריבית והצמדה. ביום 20 בפברואר 2023 דווחה ישראלכרט על זימון אסיפה מיוחדת ליום 27 במרץ 2023, במסגרתו בעלי מניות ישראלכרט יצביעו על עסקת המיזוג.

להערכתנו, בשלב זה לא ניתן להעריך אם העסקה תצא לפועל אך במידה והעסקה תאושר ויתקיימו התנאים המתלים, מבנה תיק האחזקות של החברה יגדל ברגל נוספת משמעותית אשר צפויה להגדיל את נראות הדיבידנדים ולהקטין את ריכוזיות התיק של החברה. מנגד, עסקה זו תשפיע לשלילה על יחסי שירות החוב, מתוך כך שהחברה צפויה להגדיל את היקף החוב (סולו) לטובת הרכישה ולהגדיל את היקף השימושים באופן מהותי. בנוסף, הגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה תושפע לרעה בגין גידול בשיעור מינוף (LTV) ויחס חוב פיננסי ל-FFO, וכן בגין ירידה ביחס שירות ריבית (ICR). כמו כן, יתרות הנזילות ישחקו באופן מהותי אשר ישפיעו לשלילה על פרופיל הנזילות.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג.

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת במצבו הפיננסי של המבטח, ולא פגיעה בדירוג המבטח
- שחיקה בנראות התקבולים מהחברות המוחזקות
- עלייה משמעותית בהיקף החוב ובעומס הפירעונות, אשר יעיבו על גמישותה הפיננסית של החברה

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

31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	30/09/2021	30/09/2022	
6,011	6,759	7,368	8,627	8,151	7,589	השקעות והלוואות במוחזקות[1]
654	668	797	928	882	1,151	מזומנים ויתרות נזילות
6,701	7,522	8,268	9,682	9,163	8,861	סה"כ נכסים[1]
6,160	6,902	7,735	8,861	8,401	8,165	הון עצמי[1]
392	532	454	622	671	603	חוב פיננסי ברוטו

-4%	-2%	-5%	-4%	-3%	-7%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
167%	126%	176%	149%	131%	191%	נזילות לחוב[2]

94	123	104	124	81	92	רווח תפעולי[3]
528	978	833	1,518	940	(359)	סה"כ רווח כולל המיוחס לבעלי החברה[1]
217	143	43	[4]70	17	[5]694	דיבידנד שהתקבל
(107)	(343)	-	(257)	(257)	(400)	דיבידנד ששולם

[1] כולל השפעת תיקון חוזר ה-LAT שפורסם במאוס 2020; [2] מזומנים ותיק ני"ע ביחס לחוב הפיננסי ברוטו [3] לא כולל את חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות המטופלות לפי שיטת השווי המאזני; [4] לא כולל דיבידנד שהתקבל מהחזקות במשכנתאות ישראל בע"מ בסך 310 מיליוני ₪, באוגוסט 2021; [5] כולל ני"ע שהתקבלו כדיבידנד בסך של 380 מיליוני ש"ח.

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

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

החברה בעלת תיק אחזקות ריכוזי בענפי הביטוח, חיסכון ארוך טווח והפיננסים, כאשר שלושת המוחזקות העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשלושתן) הינן הראל ביטוח, הראל פנסיה וגמל והראל פיננסים, המהוות כ-70%, 12% ו-6% משווי ההשקעות וההלוואות למוחזקות בספרי החברה בהתאמה, נכון ליום 31 בדצמבר 2021. נכסי בסיס אלה צפויים להמשיך ולהוות את המרכיב העיקרי בשווי ובתקבולי המזומנים בתרחיש הבסיס שלנו בשנים 2023-2024.

הראל ביטוח מאופיינת בפרופיל עסקי חזק, המתאפיין בנתחי שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח, בפיזור טוב יחסית של קווי עסקים, בשליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, אשר תומכים בפוטנציאל ליצור הכנסות עתידי. כמו כן, הראל ביטוח מאופיינת ברווחיות סבירה ביחס לקבוצת השוואה<sup>3</sup>, אשר תומכת בבניית הכרית ההוגנית שלה. בנוסף, הראל ביטוח מאופיינת בפרופיל נזילות הולם, הנתמך בתמהיל הפעילות המגוון ובמח"מ התחייבויות ארוך יחסית, אך גמישותה הפיננסית מושפעת לשלילה נוכח מינוף פיננסי גבוה יחסית. נציין כי, במהלך שנת 2021, רכשה הראל ביטוח את פעילותה הביטוחית של שירביט חברה לביטוח בע"מ ("שירביט"), במסגרתה כלל לקוחותיה של שירביט עברו תחת ניהולה של הראל ביטוח, כאשר רכישה זו מחזקת את ביסוסה של הראל בענף הביטוח הכללי.

בתחום חיסכון ארוך טווח פועלת החברה בעיקר באמצעות הראל פנסיה וגמל. סך הנכסים המנוהלים בתחום זה בחברה הינם בהיקף של כ-175 מיליארד ₪, נכון ליום 30 בספטמבר 2022. אלה כוללים נכסי קרנות פנסיה בהיקף של כ-123 מיליארד ₪ (המהווים נתחי שוק משמעותיים של כ-19% בענף זה) ונכסי קופות גמל בסך של כ-52 מיליארד, נכון לאותו מועד.

הזרוע הפיננסית של הקבוצה מנוהלת על ידי הראל פיננסים, הפועלת באמצעות חברות בנות המוחזקות על ידה, אשר עוסקות בין היתר בניהול תיקי השקעות, הנפקה וניהול קרנות נאמנות, השקעות אלטרנטיביות ובמתן שירותים פיננסים לגופים שונים. היקף הנכסים המנוהלים על ידה עמד על כ-57 מיליארד ₪ נכון ליום 30 בספטמבר 2022, וללא שינוי מהותי בהיקפם ביחס לתקופה מקבילה אשתקד. הראל פיננסים הציגה הכנסות של כ-186 מיליוני ש"ח ורווח לפני מס בסך של כ-48 מיליוני ₪ ב-3 הרבעונים הראשונים לשנת 2022.

<sup>3</sup> הפניקס חברה לביטוח, מגדל חברה לביטוח, כלל חברה לביטוח ומנורה מבטחים ביטוח

לחברה מספר אחזקות נוספות שתורמות לפיזור התיק, ומבניהן נמנית "המצפן" שותפים לדרך בע"מ, בשיעור החזקה של 70%, המחזיקה ברישיון מורחב למתן אשראי ואשר החלה את פעילותה בנובמבר 2019. המצפן עוסקת ביצירת פתרונות מימון לזמנים איכותיים בתחום העסקים הקטנים והבינוניים, לרבות הענקת הלואות מזנין. עם זאת, פעילות זו אינה מהותית ברמת הקבוצה בשלב זה, אולם ככל והמצפן תמשיך להציג צמיחה בהיקפי פעילותה, אנו צופים המשך השקעות בה, מצד החברה, במהלך השנים הקרובות. נציין כי, לחברה אחזקות נוספות במבטחים בחו"ל - Interasco Societe Anonyme General Insurance Company (94%), הפועלת ביוון בתחום הביטוח הכללי ו-Turk Nippon Sigorta A.S. (100%), הפועלת בטורקיה. מידרוג תמשיך לעקוב אחר ההתפתחויות העסקיות וההשפעות הפוליטיות והמאקרו כלכליות, בעיקר בחברת הביטוח הטורקית, לרבות השפעת שער החליפין והשפעתה על תוצאות החברה.

### **היקף החלוקה מהמבטח תלוי בגורמים אקסוגניים אולם נתמך בפער הולם מהמגבלות הרגולטריות; פעולות החברה לפיזור תיק האחזקות לצד דמי ניהול שנתיים תומכים בנראות התקבולים מיתר המוחזקות**

מבנה ההתחייבויות וההון הרגולטורי של חברות הביטוח מציב מספר שכבות הבכירות לחובה הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטחים לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחומים (באם קיימים). רק כאשר קיימת ודאות מסוימת, כי למבטחים היכולת לשרת את התחייבויותיהם, תיתכן חלוקת דיבידנד, שתשרת את חובה הפיננסי של החברה. בנוסף, ענף הביטוח והחיסכון לזמן ארוך המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבותן ואיתנותן הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. כתוצאה מכך, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותה של הראל ביטוח, לרבות ביצוע חלוקת דיבידנד וניהול מקורות ההון. כך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהמבטח, תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית.

תנאי מרכזי לפוטנציאל החלוקה, הינו עמידה ביחס כושר פירעון בשיעור של לפחות 100% לפי חוזר סולבנסי 2 (ללא התחשבות בתקופת הפריסה וללא התאמת תרחיש מניות) ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון המבטח. על פי תכנית ניהול ההון של הראל ביטוח, נקבעו כללי סף לחלוקת דיבידנד, הכוללים יחס כושר פירעון כלכלי מינימאלי בהתחשב בהוראות הפריסה בשיעור של כ-135%, ויחס כושר פירעון מינימאלי ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה, בשיעור של 105%. בנוסף, בפברואר 2021 אישר דירקטוריון הראל ביטוח מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה זו תחלק דיבידנד בשיעור של לפחות 35% מהרווח הכולל על פי הדוחות הכספיים המאוחדים השנתיים שלה, תוך עמידה בכללי הסף שצוינו לעיל. בהתאמה לכך, יחסי כושר הפירעון של הראל ביטוח ליום 30 ביוני 2022 עמדו על 180% (בהתחשב בהוראות בתקופת הפריסה) ועל כ-132% (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה). בתוך כך, אנו צופים המשך חלוקת דיבידנדים מהראל ביטוח על פי המדיניות שנקבעה, ככל וזו תעמוד ביחסים המינימאליים שהוגדרו על ידי דירקטוריון המבטח, כאמור.

נציין לחיוב את השינויים המבניים בקבוצת הראל בשלוש השנים האחרונות, אשר כללו את העברת מלוא הון המניות של הראל פנסיה וגמל ואת העברת מלוא הון המניות ב-EMI החזקות על ידי חלוקת דיבידנד בעין מהראל ביטוח אל החברה. אנו סבורים, כי שתי החברות הללו יוכלו לאורך זמן לתמוך בשירות החוב בחברה, וזאת בין היתר בשל עודפי ההון, יכולת ייצור תזרים בשתייהן וחשיפה נמוכה יחסית למשתני שוק. כך, נכון ליום 30 בספטמבר 2022, עודפי ההון בהראל פנסיה וגמל עמדו על כ-483 מיליוני ₪, לעומת הון נדרש<sup>4</sup> של כ-227 מיליוני ₪ לאותו מועד. אלו תומכים בהערכתנו להמשך קבלת תזרים שנתי שוטף מהראל פנסיה וגמל בטווח התחזיתי. בנוסף, באוגוסט 2021 הוחזקו חלקה דיבידנד חד פעמי בסך של כ-310 מיליוני ₪, ולהערכתנו, קיימת יכולת קבלת תזרים שנתי שוטף בסך של כ-30 מיליוני ₪ מפעילותה השוטפת של אי.אמ.אי - עזר חברה לביטוח משכנתאות בע"מ ("EMI ביטוח"), המוחזקת (100%) על ידי EMI החזקות. נציין כי, לחברה קיימים הסכמים מול חלק מהחברות המוחזקות שלה, אשר מעגנים את זכאותה לקבל דמי ניהול בתמורה לשירותי ניהול וייעוץ במגוון תחומים. תוקף ההסכמים הינו מיום ה-1 בינואר 2009, כאשר הם ניתנים

<sup>4</sup> על פי תקנות ההשקעה של חברות מנהלות, עליהן להחזיק בנכסים נזילים בסכום שלא יפחת מ-50% מההון הנדרש

לביטול בתום כל שנה קלנדרית. אנו צופים כי החברה תמשיך לגבות דמי ניהול (בעיקר הראל ביטוח והראל פנסיה וגמל) בהיקפים של כ-150 מיליון ₪ בשנה, אשר תורמים לשירות החוב בחברה ולנזילותה, ומהווים גורם הכנסות יציב יחסית, התומך בדירוג החברה. נציין כי אם עסקת המיזוג כאמור בין החברה לישראל כראשון תצא לפועל, מבנה תיק האחזקות של החברה יגדל ברגל נוספת משמעותית אשר צפויה לשפר את נראות הדיבידנדים ולהקטין את ריכוזיות התיק של החברה.

### **יחסי שירות החוב בולטים לטובה ביחס לדירוג, ונתמכים בהסכמי דמי ניהול שנתיים ומיתרות נזילות משמעותיות**

נכון ליום 30 בספטמבר 2022, לחברה היקף חוב (סולו) בסך של כ-587 מיליון ₪, המורכב מהלוואות מבנקים ומאגרות חוב במחזור. כאשר החלויות השוטפות (קרן וריבית) צפויות לנוע בטווח שבין 55-60 מיליון ₪ בשנה, בטווח התחזית. בתרחיש הבסיס לשנים 2023-2024, אנו צופים היקף מקורות שינוע בטווח שבין 450-1,150 מיליון ₪ בשנה בטווח התחזית. הנחה זו מתבססת על המשך קבלת דמי ניהול שנתיים בסך 150 מיליון ₪, דיבידנד ממוחזקות בסך 230-975 מיליון ₪ בשנה, תקבולי ריבית מהראל ביטוח בגין מכשירי הון רובד 1 נוסף שהונפקו לחברה, החזר הלוואה (קרן וריבית) שניתנה להראל פנסיה וגמל על פי תנאי לוח הסילוקין ופירעון שטרי חוב ממוחזקות. כנגד מקורות אלו, אנו צופים שימושים שנתיים שינועו בהיקפים של 520-775 מיליון ₪ בשנה בטווח התחזית, הכוללים תשלומי קרן וריבית מתאגידים בנקאיים בטווח שבין 55-60 מיליון ₪ בשנה, הוצאות הנהלה וכלליות בטווח שבין 45-50 מיליון ₪ בשנה, המשך השקעות במוחזקות והמשך חלוקת דיבידנדים שוטפים אל בעלי המניות, על פי מדיניות הדיבידנד שנקבעה על ידי דירקטוריון החברה (לפחות 30% מהרווח הכולל על פי הדוחות הכספיים המאוחדים השנתיים), ובהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמבטח, תוך הנחתנו להמשך שמירה של כרית הנזילות. בתרחיש בסיס זה, יחס שירות החוב השנתי (DSCR+CASH) הכולל יתרות נזילות (מזומן ותיק נ"ע), צפוי לנוע בטווח שבין 19x-26x, שהינו בולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה, ומעיד על נזילות ויכולת ייצור תזרים גבוהות ביחס לחלויות השוטפות.

### **לחברה גמישות פיננסית גבוהה, המשתקפת במינוף נמוך וביחסי כיסוי בולטים לטובה; המדיניות הפיננסית בולטת**

#### **לחיוב ביחס לקבוצת ההשוואה**

להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו, בטווח שבין 12x-14x.

כאמור, לחברה היקף חוב ברוטו אשר הסתכם נכון ליום 30 בספטמבר 2022 לסך של כ-587 מיליון ₪ כאשר מנגד לחברה קיימות יתרות נזילות (מזומנים ותיק נ"ע) משמעותיות, בהיקף של כ-1,151 מיליון ₪, לאותו מועד. כנגזר מכך, לחברה היקף חוב פיננסי (נטו) שלילי התומך בגמישותה הפיננסית של החברה. בהתאם לכך, החברה מאופיינת בשיעור מינוף (LTV)<sup>5</sup> ויחס חוב פיננסי ל-FFO בולטים לטובה, אשר צפויים לנוע להערכתנו בטווחים שליליים שבין 14%-15% ו-5.0x-5.5x, בהתאמה, כאשר רמת המינוף הנמוכה תומכת להערכתנו ביכולת מחזור החוב של החברה, במידת הצורך. כמו כן, נציין כי הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב גם מנגישות גבוהה לגורמים המממנים, מרחק מספק מאמות מידה פיננסיות, בעלות ושליטה במוחזקות העיקריות, היעדר קובננטים אפקטיביים בהלוואות הבנקאיות ובאגרות החוב ונכסים מהותיים פנויים משעבוד.

להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיוותר יציבה ושמרנית ומעידה, בין היתר, על מידת שמרנות של הנהלת החברה בנוגע לניהול סיכונים נזילות ושוק קפדניים לאורך זמן. מדיניות זו מתבטאת בהגדרת יעדי חוב והון, החזקת נכסים נזילים בהיקפים מספקים תוך הגדרת מאפייני הסיכון בתיק הנוסטרו של החברה. להערכתנו, מדיניות זו תומכת ביציבותה של החברה, ובפוטנציאל התמודדותה עם שינויים בסביבה העסקית, לרבות אירועים בלתי צפויים וחד פעמיים. הגדרת מדיניות הדיבידנדים בחברה, כאמור, תומכת אף היא ביכולת החיזוי והשקיפות. נציין כי במקרה ועסקת המיזוג תצא לפועל, עסקה זו תשפיע לשלילה על יחסי שירות החוב, מתוך כך שהחברה צפויה להגדיל את היקף החוב (סולו) לטובת הרכישה ולהגדיל את היקף השימושים באופן מהותי. מנגד, החברה צפויה להגדיל את היקף המקורות בגין הכנסות מדיבידנדים מהחברה הנרכשת אשר צפויה לאורך השנים להקטין את החוב ולשפר

<sup>5</sup> מינוף החברה (LTV) נבחן כפרופורציה בין רמת החוב הפיננסי של החברה לבין שווי אחזקותיה, ומביא בחשבון את יתרות הנזילות של החברה

את היחסים. בנוסף, הגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה תושפע לרעה בגין גידול בשיעור מינוף (LTV) ויחס חוב פיננסי ל-FFO, וכן בגין ירידה ביחס שירות ריבית (ICR).

### **פרופיל הנזילות בולט לטובה לאורך זמן, ונתמך ביתרות נזילות משמעותיות**

נכון ליום 30 בספטמבר 2022, קיימות לחברה יתרות נזילות בהיקף משמעותי של כ-1.15 מיליארד ₪ כאמור, המהווים כ-190% מסך החוב ברוטו לאותו מועד וכ-1015% משירות החוב (קרן וריבית) הצפוי בשנתיים הקרובות. כרית הנזילות כוללת תיק ניירות ערך סחיר בהיקף משמעותי (כ-1,004 מיליוני ₪ לאותו מועד), המאופיין להערכתנו בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית בתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה לשמר כרית נזילות גבוהה, שתנוע בטווח שבין 1,000-1,500 מיליוני ₪ בטווח התחזית, בהתאם להיקף המקורות והשימושים הצפויים כאמור. כמו כן, אנו צופים כי היקף החוב ברוטו צפוי לקטון בהתאם ללוח הסילוקין של החברה, כך ששיעור הנזילות מסך החוב ברוטו ינוע בטווח שבין 290%-305%, המבטא סיכון נזילות נמוך יחסית. נציין כי במקרה ועסקת המיזוג תצא לפועל, אנו צופים כי עסקה זו תקטין את יתרות הנזילות באופן מהותי ותשפיע לשלילה על פרופיל הנזילות.

## **שיקולים נוספים לדירוג**

### **שיקולי ESG**

להערכתנו, שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה, כאשר חשיפת החברה לסיכונים ממשל תאגידי הינה נמוכה יחסית וממותנת נוכח מדיניות פיננסית סולידית. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת ברמת מינוף נמוכה, במדיניות חלוקה (לפחות 30% מהרווח הכולל על פי הדוחות הכספיים מאוחדים השנתיים של החברה) המאזנת בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של בעלי החוב, ובהיקף מדוד של השקעות והתרחבות. כמו כן, אנו מעריכים כי לא יחולו שינויים מהותיים בסיכונים ממשל תאגידי ככל ועסקת המיזוג תצא לפועל.

## מטריצת הדירוג

ניקוד	מדידה	תחזית מידרוג [1]		פרמטרים	קטגוריה
		ניקוד	מדידה [1]		
Aa.il	-	Aa.il	-	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	פרופיל תיק ההחזקות
Aa.il	-	Aa.il	-	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים% הכנסות קמעונאיות	
Baa.il	-	Baa.il	-	מאפייני ריכוזיות התיק	
Aaa.il	-14.3%	Aaa.il	-5.6%	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם	פרופיל פיננסי
Aaa.il	13.1	Aaa.il	4.81	ICR	
Aaa.il	-5.1	Aaa.il	-3.7	חוב פיננסי ל-FFO	
Aa.il	-	Aa.il	-	גמישות פיננסית	
Aaa.il	22.3	Aaa.il	18.2	DSCR+CASH	
Aaa.il	-	Aaa.il	-	מדיניות פיננסית	
<b>Aa2.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>Aa2.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

## אודות החברה

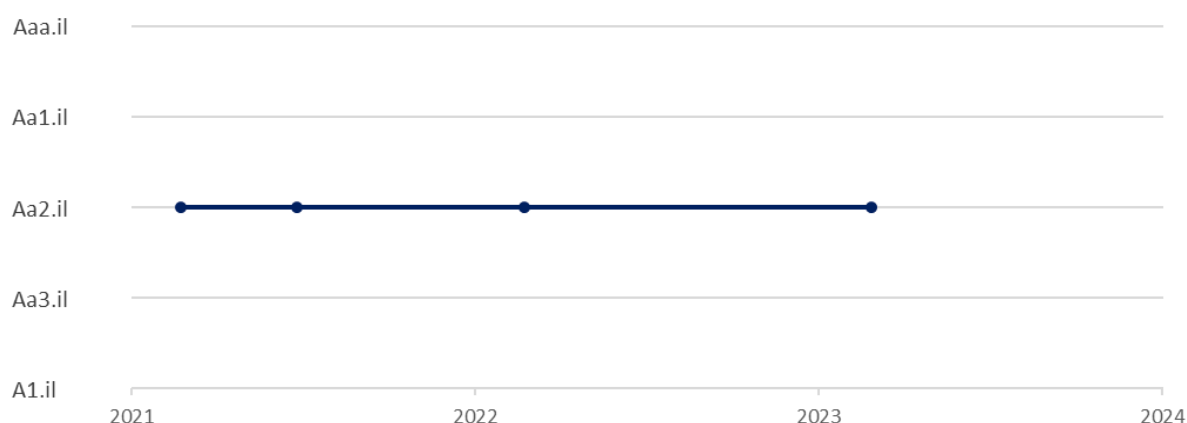
הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ (להלן: "החברה" או "הראל השקעות") הינה חברה ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב, החל משנת 1982. בעלי המניות העיקריים של החברה הינם יאיר המבורגר, גדעון המבורגר ומרית מנור (להלן: "בעלי השליטה"), המחזיקים בכ-47.63% מזכויות ההצבעה ומהון המניות המונפק של החברה. בעלי השליטה מחזיקים בחברה בעיקר באמצעות ג.י.ן ייעוץ כלכלי וניהול השקעות 2017 שותפות מוגבלת" (להלן: "שותפות ג.י.ן"), אשר נמצאת בשליטתם ובעלותם המלאה, בה הם מחזיקים, כשותפים מוגבלים באמצעות חברות פרטיות בבעלותם המלאה של כל אחד מבעלי השליטה, וכן מחזיקים בשותף הכללי בשותפות ג.י.ן.

החברה הינה חברת החזקות, הפועלת בעיקר בתחומי הביטוח השונים והחיסכון ארוך טווח באמצעות חברות בנות. בתחום הביטוח החברה פועלת בעיקר באמצעות הראל חברה לביטוח בע"מ (100%) (להלן: "הראל ביטוח" או "המבטח"), בסמ"ח החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ (50%) (להלן: "בסס"ח") ואי.א.מ.אי-עזר חברה לביטוח משכנתאות בע"מ (100%). נציין כי לחברה אחזקות נוספת במבטחים בחו"ל - Interasco Societe Anonyme General Insurance Company (94%), הפועלת ביוון בתחום הביטוח הכללי ו-Turk Nippon Sigorta A.S (100%), הפועלת בטורקיה. בתחום חיסכון ארוך הטווח, פועלת החברה בעיקר באמצעות החברות הבנות: הראל פנסיה וגמל בע"מ (100%), המנהלת קרנות פנסיה, קופות גמל וקרנות השתלמות (להלן: "הראל פנסיה וגמל"); קרן החיסכון לצבא הקבע-חברה לניהול קופות גמל בע"מ (מוחזקת בשרשור דרך הראל ביטוח בשיעור של כ-100%), המנהלת קרן השתלמות המיועדת למשרתי קבע וגמלאי צה"ל (להלן: "קחצ"ק"); לעתיד חברה לניהול קרנות פנסיה בע"מ (מוחזקת בשרשור דרך הראל ביטוח בשיעור של כ-79%), המנהלת קרן פנסיה ותיקה (להלן: "לעתיד"). בתחום השירותים הפיננסיים ושוק ההון, פועלת החברה באמצעות החברה הבתהראל פיננסיים אחזקות בע"מ (100%) (להלן: "הראל פיננסיים") והחברות הבנות העיקריות שלה. כמו כן, בנובמבר 2019 החלה החברה לפעול בתחום מתן אשראי באמצעות החברה הבת המצפן - שותפים לדרך בע"מ (70%) (להלן: "המצפן") העוסקת ביצירת פתרונות מימון חדשניים ליזמים איכותיים בתחום מתן אשראי לעסקים הקטנים והבינוניים, לרבות הענקת הלוואות מזנין.



בתחום הלוואות מסוג משכנתא, לרבות "משכנתא הפוכה" (ההלוואות לכל מטרה לבני 60 ומעלה, בשעבוד דירת מגורים) פועלת החברה באמצעות חברה בת בבעלות מלאה של הראל ביטוח- הראל +60 בע"מ.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

## מידע כללי

06.03.2023	תאריך דוח הדירוג:
02.03.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
24.02.2021	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
הראל השקעות לביטוח ופיננסיים בע"מ	שם יוזם הדירוג:
הראל השקעות לביטוח ופיננסיים 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 הגבוה 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").

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

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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 ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

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

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>