

תחזית ענף הביטוח לשנת 2017 - האם רואים את האור בקצה המנהרה?

דוח מיוחד | אפריל 2017

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג ו/או מתודולוגיות דירוג מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, התפתחויות בחקיקה או התפתחויות רגולטוריות), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למושקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח - אנליסט
omer@midroog.co.il

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

תחזית ענף הביטוח¹ 2017

רקע

ענף הביטוח בישראל הוא ענף אוליגופולי שבו 5 המבטחים הגדולים מהווים למעלה מ- 85% מסך הנכסים המנוהלים. רוב החברות בענף מספקות מכלול מוצרים הן בתחום ביטוחי החיים (חסכון וריסק), הבריאות (ז"ק וז"א) והסיעוד והן בתחום הביטוח הכללי (רכב חובה, רכב רכוש, רכוש אחר, חבויות ועוד) ומחזיקות בחברות מנהלות נכסים (פנסיה וגמל) ובפעילות פיננסית משלימה. פעילותן של חברות הביטוח מותנת בקבלת רישיון ומפוקחת על ידי הרגולטור - רשות שוק ההון ביטוח וחסכון, שאמון על יציבותן של החברות ועל התועלת לצרכן. החברות בענף הינן שחקניות מרכזיות בשוקי ההון ומהוות מקטע חשוב בספינת סיכונים וניהול הסיכונים במשק. נכון לסוף שנת 2016 ניהלו חברות הביטוח בישראל נכסים בשווי כולל של כ- 800 מיליארד ₪ (כולל קרנות פנסיה וגמל בבעלותן²), לחברות התחייבויות ביטוחיות בסך של כ-400 מיליארד ₪ והון עצמי מצרפי של כ-22 מיליארד ₪.

הסיכונים בענף כוללים חשיפה למספר גורמים אקסוגניים, אשר הבולט שבהם בשנים האחרונות הוא עקום הריבית שמשפיע הן על פוטנציאל הרווח והן על היקף ההתחייבויות הביטוחיות. בנוסף, חשופות החברות למחזוריות הכלכלית, לסביבת האינפלציה ולתשואות בשוק ההון וכן לסיכונים דמוגרפיים וביטוחיים ולשינויים רגולטוריים ועמידה בתקנות וחוקים שמתוקפן הן פועלות.

מרבית סיכונים אלו התממשו במלוא הדרם בשנים האחרונות, כאשר חברות הביטוח חוו תרחיש קיצון מתגלגל בעל שני וקטורים עיקריים שהשפיע לשלילה על פעילות ותוצאות החברות בענף. הווקטור הראשון היה השחיקה המתמשכת בעקום הריבית והתייצבות הריבית על רמה נמוכה היסטורית שפגמה הן בתשואה המושגת עבור הלקוחות וכנגזר השפיעה על יכולת החברות לגבות דמי ניהול משתנים והן על רווחי החברות עצמן ופוטנציאל התשואה מתיק הנוסטרו. במקביל חל גידול משמעותי בהיקף ההתחייבויות הביטוחיות ובפרט בתחום ביטוחי החיים, המאופיינים במח"מ ארוך. שחיקה זו ברווחיות, המושפעת גם משוק הון תנודתי והיעדר פיצוי משמעותי בדמות רווחיות חיתומית נמוכה יחסית בחלק מקווי העסקים, עלולה הייתה לשנות את פרופיל הסיכון של החברות בענף בחיפוש אחר תשואה, כאשר נקודת האור הענפית המרכזית היא שלריבית כנראה אין עוד הרבה לאן לרדת (ואכן עקום התשואות החל לעלות החל מסוף הרבעון השני של 2016 תוך גידול מתמשך בתלילותו והתייצבותו בתחילת 2017).

הווקטור השני הינו חשיפת הענף לרגולציה מעודדת תחרות במקטעים מסוימים, אשר פועלת להקטנת חסמי כניסה ומעבר בחלק מקווי העסקים גם ע"י הפיכת חלק מהמוצרים לאחידים, וכנגזר מכך ללחוץ את המחירים והרווחים. ניתן לציין מספר רפורמות משמעותיות בהקשר זה ובהן: רפורמת "קרן ברירת מחדל", נידוד פוליסות ביטוחי מנהלים, פוליסה אחידה בביטוחי הבריאות, עדכון אופן חישוב עלות הפרמיה בביטוח הרכב חובה והגדלת חלקו של ה"פול" בשוק ביטוחי הרכב ועוד.

להלן דירוגי מידרוג לאיתנות הפיננסית של מבטחים (IFS) נכון למועד הדוח:

Aa1.il	-	מגדל חברה לביטוח בע"מ
Aa1.il	-	כלל חברה לביטוח בע"מ
Aa1.il	-	הפניקס חברה לביטוח בע"מ
Aa2.il	-	מנורה מבטחים ביטוח בע"מ
Aa3.il	-	איי.די.איי חברה לביטוח בע"מ
A2.il	-	איילון חברה לביטוח בע"מ
A3.il	-	הכשרה חברה לביטוח בע"מ

¹ ללא חברות הביטוח העוסקות בביטוח אשראי

² כולל את קרנות הפנסיה והגמל של מנורה מבטחים על אף שהם מנוהלים בנפרד מחברת הביטוח

תחזית לשנת 2017 - האם רואים את האור בקצה המנהרה?

להערכת מידרוג, גם שנת 2017 תאופיין בסביבה עסקית מאתגרת, בדומה לשנתיים הקודמות, אשר תמשיך להעיב על ענף הביטוח ובפרט על פוטנציאל הרווחים ויכולת בנית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. הסביבה העסקית תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג מתונה יחסית, סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות במקטעים מסוימים.

נקודת האור העיקרית לחברות הביטוח הינה ההקלה הצפויה במשך תקופת היישום של דירקטיבת סולבנסי 2 והקלות נוספות בהנחיות שצפויות להקטין את דרישות ההון בתקופת המעבר ביחס למתכונת המקורית. במתכונתה המקורית הדירקטיבה עלולה הייתה לייצר לחץ משמעותי על חלק מחברות הביטוח ולפגוע מאוד בגמישותן העסקית. בעדכון האחרון ניתן מרווח נשימה משמעותי למבטחים (עד סוף 2021) להסתגל למצב החדש וללא פגיעה משמעותית בגמישותם העסקית, אולם עם פגיעה מסוימת ברווחיות בחלק מהחברות. להערכתנו, לכל החברות בענף כלים מספקים לעמידה ביחס ההון הנדרש ובפרט לאחר הארכת תקופת היישום עד סוף שנת 2021, כאמור ובהם: המשך הנפקת חוב נחות, שימוש במבטחי משנה, שינוי תמהיל ההשקעות ושינוי מסוים בתמהיל העסקים ופעילות גידור פיננסית בנוסף, לבניית ההון מרווחים שוטפים והיעדר חלוקת דיבידנד בחלק מהמבטחים.

בהקשר זה נציין, כי אין בשורה אמתית לבעלי המניות, בחלק מהחברות לפחות לפי ההנחיות העדכניות, הצמאים לדיבידנדים שכנראה לא יחולקו בשנתיים הקרובות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנה הקרובה הפרמיות הענפיות צפויות לצמוח בקצב של כ- 4%-6% הגבוה מקצב צמיחת התמ"ג הצפוי גם בשל שיעור חדירה נמוך יחסית ועליית תעריפים בחלק מהמגזרים, כאשר תמהיל הצמיחה יוותר שונה בין המגזרים וללא כניסת מוצרים חדשים משמעותיים. מבנה ההוצאות בחלק גדול מהחברות (כתלות במודל העסקי ובפרט במודל ההפצה) והיעדר יכולת לייצר רווחיות חיתומית משמעותית תמשיך להעיב על חלק גדול מהשחקנים בענף ולהוות משקולת לרווחיות החברות, תוך העצמת החשיפה לתשואת ההשקעות. בתרחיש זה היחס המשולב (בשייר) הענפי ימשיך לנוע סביב ה- 100% והתשואה על נכסים (ROA) צפויה להיות נמוכה ולנוע בטווח שבין 0.1%-0.3%.

בטווח הזמן הבינוני, להערכתנו אי עמידה ביעדי ההון הסופיים (100%) של סולבנסי 2 בחלק מהחברות, עלולה לפגוע במידה מסוימת בגמישותן העסקית וללחוץ על הרווחיות, כאשר יש לקחת בחשבון שיחסי הלימות ההון צפויים להיות תנודתיים יותר בשל חשיפתם הרבה למשתני שוק.

הסיכון המרכזי לתחזית זו עלול לנבוע משינוי בעקום התשואות, כאשר כרגע אנו לא רואים לחץ משמעותי להמשך עלייה ובפרט לאור הצפי להזרמת ביקושים מצד שחקני מדדים גלובאליים בשל כניסה צפויה של ישראל למדד האג"ח של סיטי (CITI). במידה ותחול עלייה בעקום, או בתלילותו הדבר יטיב עם חלק מחברות הביטוח בעלות מח"מ התחייבויות ארוך משמעותית ממח"מ הנכסים בדומה למה שהתרחש בפועל בחציון שני 2016, כמו גם ביחס לפוטנציאל התשואות העתידי.

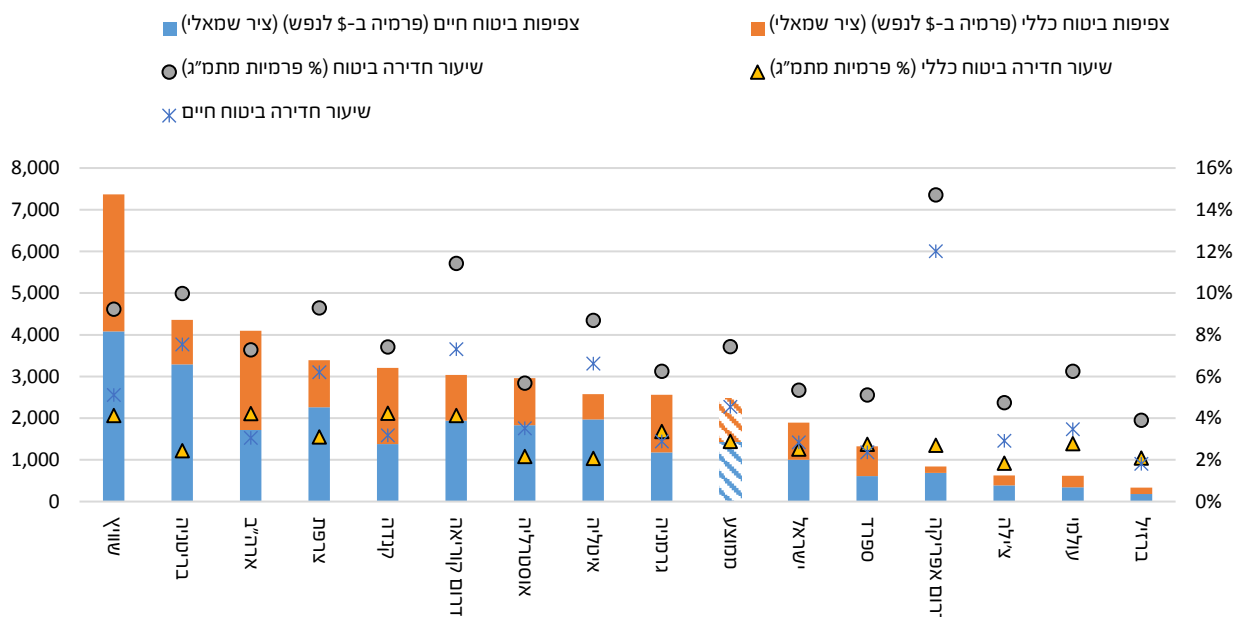
בהיבט תמהיל ההשקעות נמשיך לראות השקעות הולכות וגוברות בנכסים סחירים בחיפוש אחר תשואות עודפות, כגון נדל"ן, קרנות הון סיכון (PE), תשתיות והמשך חשיפה לתיקי משכנתאות בנקאיים, אשר ברמה המשקית מגדילה את הסיכון הסיסטמי למערכת הפיננסית.

בטווח הזמן הבינוני-ארוך מחולל התחרות העיקרי (הסיכון והסיכוי), להערכתנו יהיה החדשנות (Insur-tech), כאשר מבטחים שלא יתאימו את המודל העסקי ובפרט את מודל ההפצה (בחלק מהמוצרים ובפרט במוצרים בעלי פוליסה אחידה) עשויים לחוות שחיקה משמעותית בפרופיל העסקי. עם זאת, חדשנות זו מביאה איתה גם הזדמנויות למוצרים חדשים ובפרט בתחום הסייבר.

התנאים הבסיסיים הכלכליים במשק ושיעורי החדירה הנמוכים יחסית תומכים בהמשך גידול בפעילות

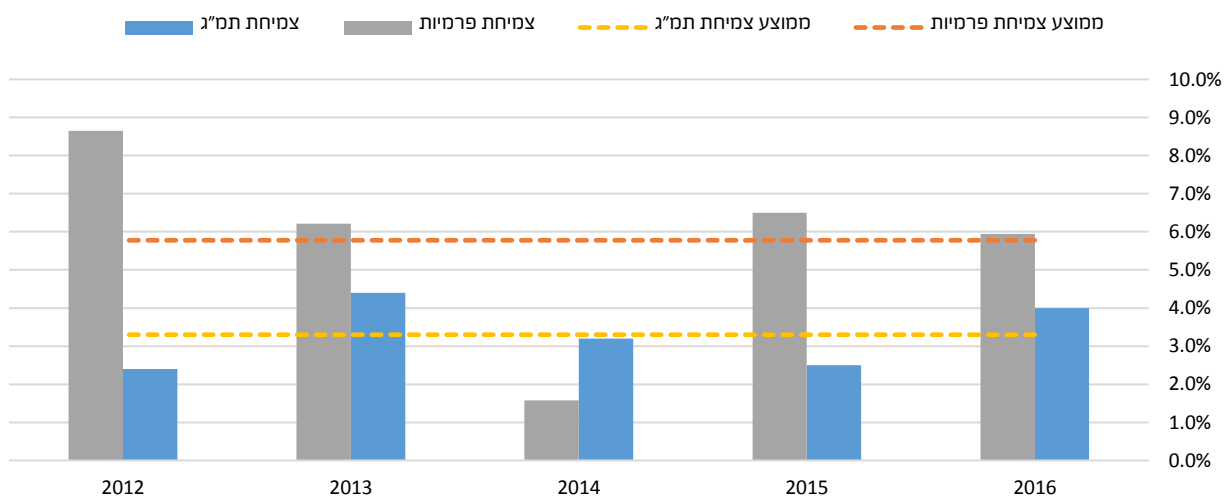
התנאים הכלכליים הטובים יחסית של המשק המקומי עם שיעור אבטלה נמוך וצמיחה עקבית יחד עם שיעורי חדירה וצפיפות נמוכים ביחס לרוב המדינות המערביות (ראה תרשים 1), תומכים בפוטנציאל צמיחה גבוה מקצב צמיחת התמ"ג הצפוי בדומה למגמה בשנים האחרונות (ראה תרשים 2). בניתוח היסטורי ניתן לראות, כי בשנים האחרונות צמחו הפרמיות השנתיות בקצב מהיר מקצב צמיחת התמ"ג ובפער ממוצע של כ- 2.5%. זאת בעיקר הודות בין היתר לצמיחה המשמעותית בביטוחי הבריאות הפרטיים (אשר הינם מוצר דחיפה) ובביטוחי הרכב שנתמכו בהיקף שיא של מסירות רכבים ובעליית תעריפים בביטוחי הרכב רכוש (ראה תרשים 3).

תרשים 1 - שיעורי חדירה וצפיפות בפעילות הביטוח במדינות נבחרות (שנת 2015)



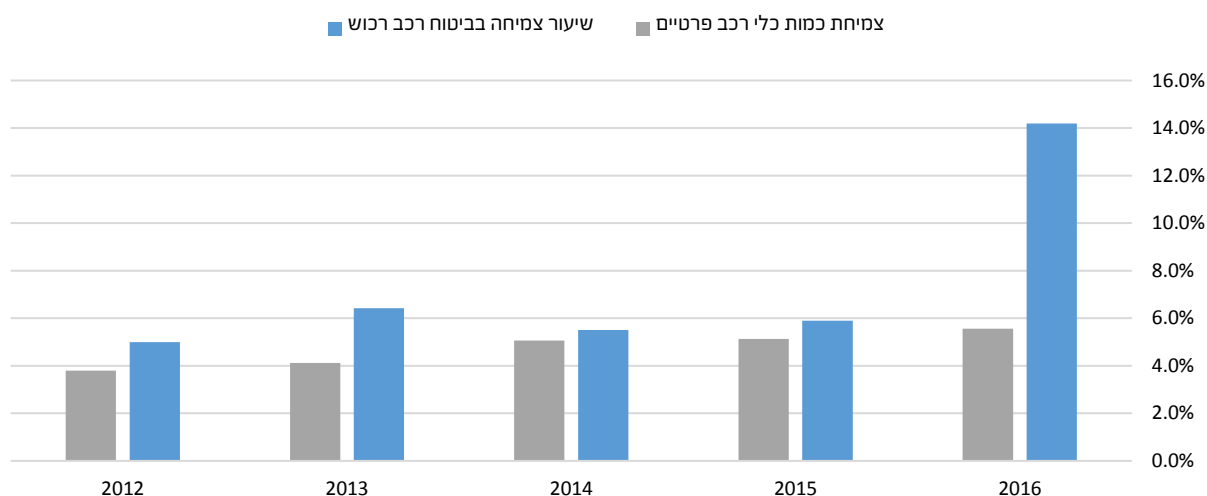
* יש לשים לב שהצפיפות מחושבת בדולר לנפש ומושפעת גם משערי החליפין הרלוונטיים, עם זאת להערכתנו הסדר האורדינאלי צפוי להישמר גם בהתחשב בעובדה זו.
מקור: Swiss Re Sigma No 3/2016 ועיבוד מידרוג

תרשים 2 - צמיחת הפרמיות הענפית ביחס לתמ"ג הריאלי



מקור: נתונים כספיים של 13 חברות הביטוח הגדולות בישראל ועיבוד מידרוג

תרשים 3 - התפתחות פרמיות ביטוחי רכב רכוש ביחס לשיעור צמיחה נטו בכמות הרכבים הפרטיים



* צמיחת כמות כלי הרכב הפרטיים הם ביחס לתחילת השנה
מקור: נתוני הלמ"ס, נתוני חברות הביטוח ועיבוד מידרוג

להערכתנו, בשנת 2017 שיעור התמ"ג צפוי לצמוח בכ- 3%, שיעור האבטלה צפוי להישמר נמוך ויציב והגידול באוכלוסייה צפוי לעמוד על כ- 2%. לאור כך, בתרחיש הבסיס שלנו הפרמיות הענפיות צפויות לצמוח בקצב של כ- 4%-6%, כאשר תמהיל הצמיחה יוותר שונה בין המגזרים וללא כניסת מוצרים חדשים משמעותיים. בביטוחי החיים וחסכון ארוך טווח הצמיחה צפויה להיות מתונה יחסית, ותושפע גם מהגדלת ההפרשות הפנסיוניות המנדטוריות ועליית השכר הריאלית, בביטוחי הבריאות אנו צופים כי תימשך הירידה בשיעורי הצמיחה בין היתר בשל התגברות התחרות במגזר זה שתוריד את מחירי הפוליסות, אולם שיעורי הצמיחה יוותרו גבוהים. בביטוח הכללי אנו צופים המשך צמיחה בדומה לתמ"ג שיתמך בהמשך גידול בביטוחי הרכב עם גידול רכבים נטו הגבוה מקצב צמיחת התמ"ג בשל סביבת המימון הנוחה.

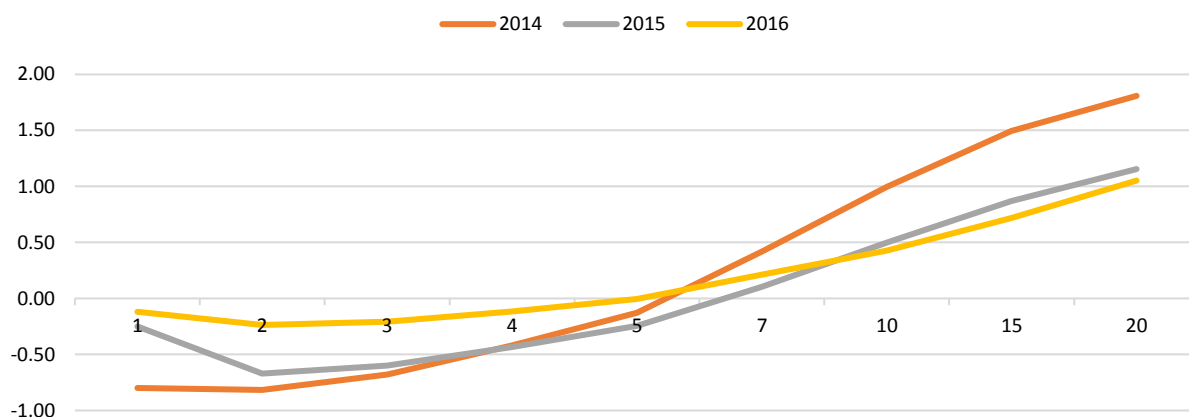
סיכון לתחזית זו נובע מצמיחה נמוכה מהצפי שעלולה להקטין את הביקוש לפוליסות שאינן מנדטוריות (בריאות, ביטוח רכוש וכו') ולגרום לעלייה בשיעור הביטולים של פוליסות ביטוח חיים (ריסק). בנוסף, רבים ממגזרי הביטוח הכללי קשורים להיקף הפעילות העסקית במשק ולמסחר כך שהתוצאות שלהן יושפעו באופן ישיר משינוי לרעה בשיעורי הצמיחה.

סביבת הריבית הנמוכה תמשיך לאתגר את חברות הביטוח גם בשנת 2017

סיכון הריבית על גיווניו (כולל מרווח) ונגזרותיו, אשר הינו אקסוגני לחברות, הינו הגורם הבודד המשמעותי ביותר שמשפיע על ענף הביטוח ובפרט בתקופה בה סביבת הריבית מייצרת סוג של תרחיש קיצון, בשני צידי המאזן. בצד ההתחייבויות חשופות חברות הביטוח לסיכון ריבית, באמצעות ריבית ההיוון על ההתחייבויות, אשר נקבעת בהתאם לעקום התשואות (לא נתעכב כאן על מנגנון ההתאמה המלא) ומשפיעה משמעותית על רמת הרזרבות ובפרט לחברות ביטוח בעלות מח"מ התחייבויות ארוך. לחברות הביטוח הגדולות (הראל, מגדל, כלל, הפניקס ומנורה) קיימות התחייבויות ארוכות טווח משמעותיות בביטוחי חיים וסיעוד, ובעיקר בפוליסות בהן לא ניתן להעביר את הסיכון למבוטח. כל ירידה של העקום ובפרט בחלקו הארוך מצריכה רזרבות גבוהות יותר ומובילה להפרשות, שמקטינות את הרווחים- תהליך שהתרחיש בשנים האחרונות (ראה תרשים 4) וגרם להגדלת העתודות הביטוחיות בסך כולל של כ-2.7 מיליארד ₪ (ראה תרשים 5). תהליך הפוך קורה כאשר מתרחשת עלייה של העקום המקטינה את שווי ההתחייבויות, מאפשרת שחרור רזרבות ומגדילה את הרווחים. בנוסף, סביבת הריבית הנמוכה השפיעה גם על ההתחייבויות בביטוחי רכב חובה וחבויות ובפרט לאחר מסקנות ועדת וינוגרד שהובילה להגדלת עתודות אלו בסך מצרפי של למעלה ממיליארד ₪ (!).

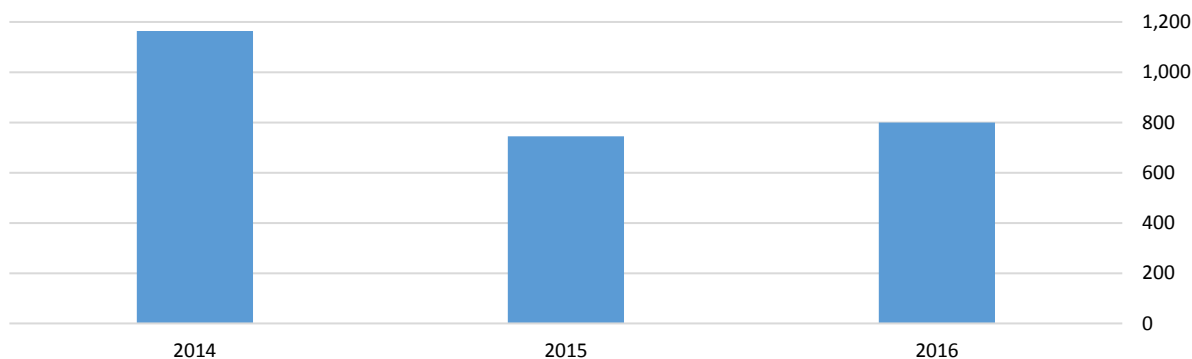
בצד הנכסים השחיקה המתמשכת בעקום הריבית בשנים האחרונות ייצרה בתחילה רווחי הון משמעותיים, אך הקטינה את פוטנציאל הרווח העתידי. התייצבות העקום על רמה נמוכה היסטורית כמו גם צמצום המרווחים המשמעותיים³ פגמו הן בתשואה המושגת עבור הלקוחות וכנגזר השפיעו על יכולת החברות לגבות דמי ניהול משתנים והן על רווחי החברות עצמן, פוטנציאל התשואה מתיק הנוסטרו והערך הגלום (EV). מאחר ואין חיסון מח"מ מלא (התאמת מח"מ מלאה בין הנכסים להתחייבויות- בהתעלם מאפקט הקמירות) ומח"מ הנכסים קצר יותר, חברות הביטוח חשופות יותר לתרחיש של ירידת עקום הריבית.

תרשים 4- התשואה הממוצעת הנגזרת מהעקום הריאלי לשנים 2016-2014



מקור: נתוני בנק ישראל ועיבוד מידרוג

תרשים 5 - השפעת ירידת הריבית על העתודות הביטוחיות 2016-2014 (במיליוני ₪) - השלמת הרזרבות השנתית בענף הביטוח



מקור: דוחות חברות הביטוח ועיבוד מידרוג

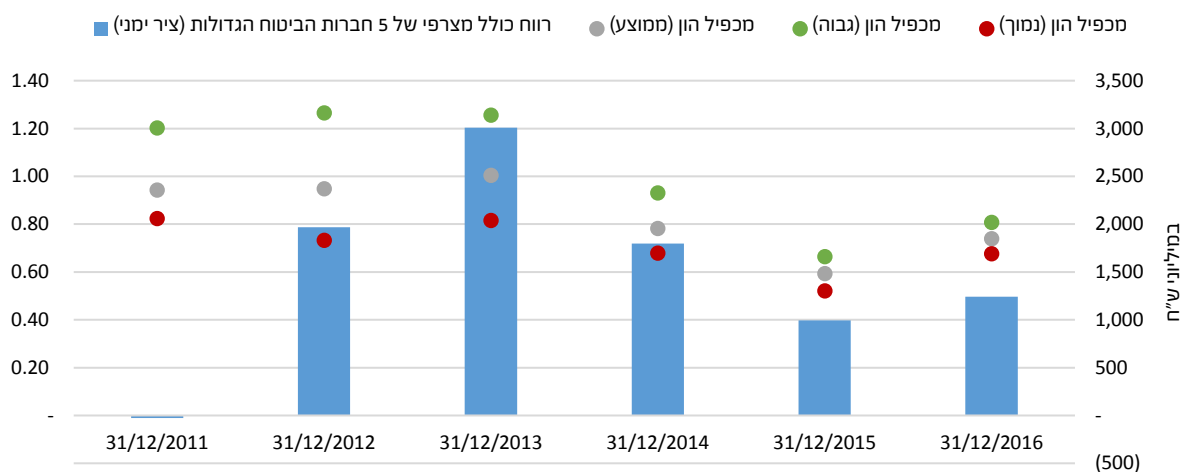
למרות שקשה לחזות כיצד יתנהג עקום התשואות (ולא רק ריבית קצרת הטווח), להערכתנו, בניגוד לגידול שהתרחש בחציון שני 2016 (שיפוע בעקום הריאלי של 0.63% באוגוסט 2016 לעומת כ- 0.89% בדצמבר 2016) ונעצר בתחילת שנת 2017 לאחר עיכול "אפקט טראמפ", לא צפוי גידול משמעותי בעקום בשנת 2017, גם בשל סיבות פונדמנטליות ובהן ציפיות אינפלציוניות מתונות, היקף ההשקעות ומגמות דמוגרפיות (עודף היצע החיסכון) וגם נוכח סיבות טכניות ובפרט הזרמת ביקושים צפויה לאחר כניסת ישראל למדד האג"ח של סיטי (CITI). לאור האמור, אנו עדיין ממשיכים לראות בסביבת הריבית הנמוכה כאחד הסיכונים המשמעותיים על חברות הביטוח בשנה הקרובה, בייחוד לחברות עם התחייבויות ביטוח חיים משמעותיות, כך שלא בטוח שנראה עוד שחרור רזרבות משמעותיות. בנוסף, סביבת הריבית הנמוכה מעצימה את רגישות שוק ההון לתנודתיות הנובעת מאירועים חיצוניים. במהלך 2017 צפויים מספר אירועים משמעותיים באירופה לרבות בחירות בגרמניה ובצרפת והתבררות תנאי עזיבת בריטניה את האיחוד האירופי (ברקזיט), כמו כן מדיניותו של נשיא ארה"ב דונלד טראמפ גורמת לאי וודאות בשווקים ועשויה אף היא לתרום לתנודתיות בשוק ההון. סביבת ריבית

³ לא נדון בקשר בין ריבית הבסיס למרווח, אולם שניהם הושפעו גם מעודף נזילות משמעותי בשווקים

זו מייצרת כאמור תנועת מלקחיים, אשר לוחצת על הרווחיות ויכולת בניית הכרית ההונית. מבחינת הסיכונים לתרחיש זה- תרחיש של עלייה מתונה בריבית בשנת 2017 יהיה גורם חיובי, כך שהיקף ההתחייבויות יפחת ללא השפעה מהותית על צד הנכסים. מנגד, תרחיש של עלייה חדה בתשואות עלול לגרום לירידה ניכרת בשווי הנכסים הסחירים (MTM) והנדל"ן, וכנגזר לפגוע ברווחיות ובדמי הניהול המשתנים.

את השינוי בציפיות השוק לגבי השפעת הריבית על תוצאות חברות הביטוח וביחד עם השפעות ההקלה בסולבנסי 2 ניתן לראות במחירי מניות חברות הביטוח ובמכפילי ההון שלהן אשר התאוששו בחציון 2 2016 ובתחילת 2017 (ראה תרשים 6).

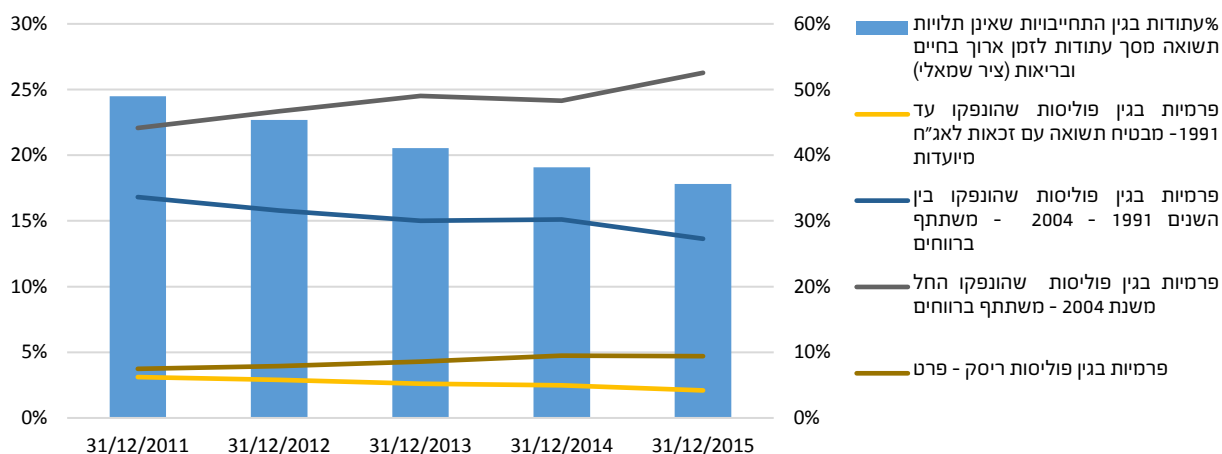
תרשים 6 - מכפילי הון ורווח מצרפי (במיליוני ₪) של 5 חברות הביטוח הגדולות 2016-2011



*שווי 31/12/2016 נלקח כשווי של החברות לסוף חודש מרס 2017
מקור: דוחות הכספיים של החברות, הבורסה לניירות ערך ועיבוד מידרוג

לחיוב נציין את הקיטון המתמשך בסיכון עתודות ביטוחי החיים, תוך הקטנת החשיפה לפוליסות מבטיחות תשואה בפרמיות ובעתודות (תרשים 7), עובדה זו בניגוד למצב במדינות מערב אירופה בהן יש שיעור ניכר של פוליסות מבטיחות תשואה, אמורה בטווח הארוך יותר לתמוך ביציבות חברות הביטוח ולהקטין את הרגישות שלהן לשינוי הריבית ותשואות שוק ההון.

תרשים 7- התפתחות פרמיות ועתודות ביטוח חיים 2015-2011

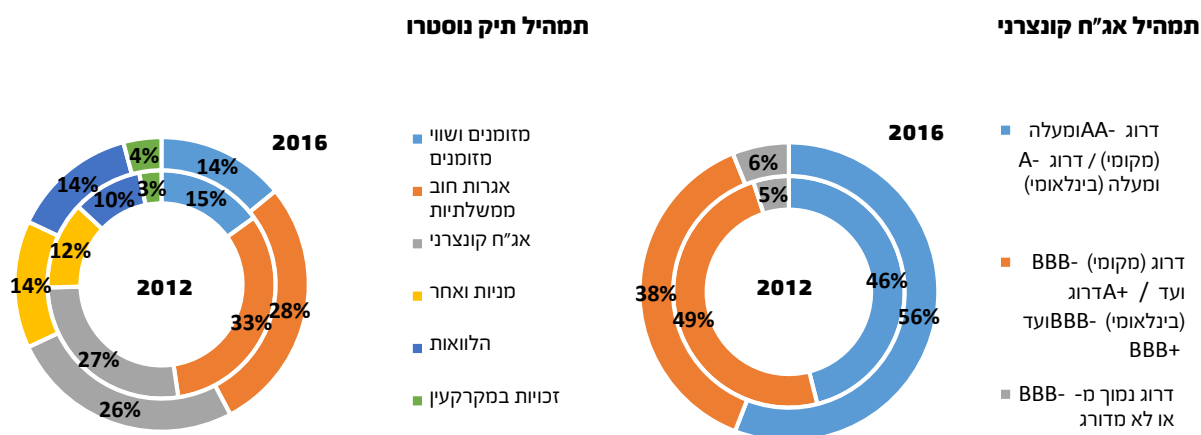


מקור: נתוני חברות הביטוח מאתר רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון ועיבוד מידרוג

צפי להמשך הגדלת ההשקעות בנכסים לא סחירים לאור פוטנציאל תשואות נמוך

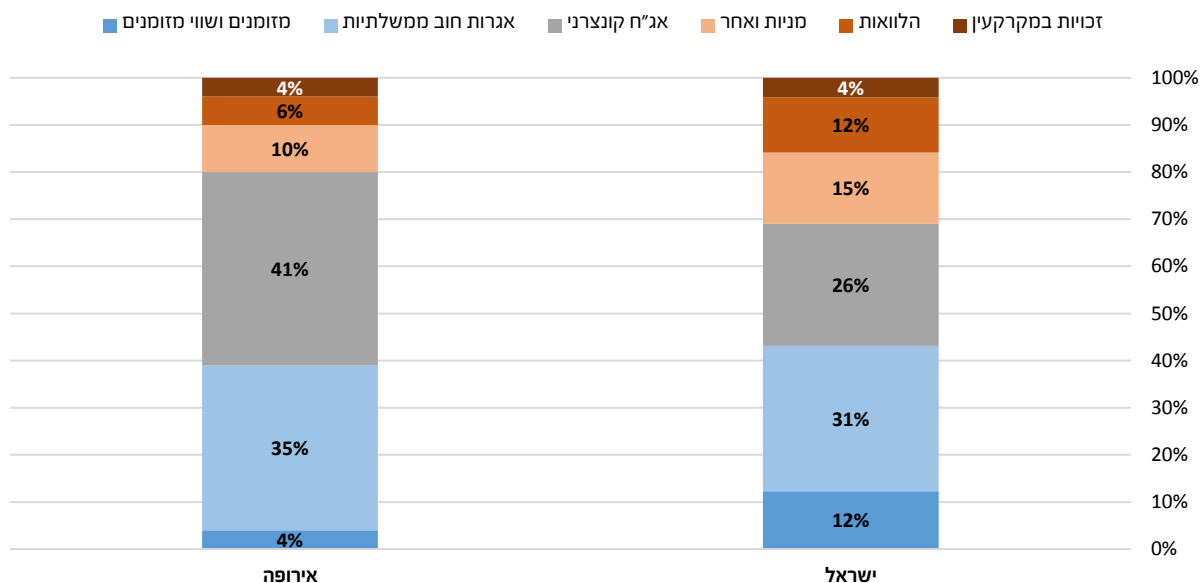
כאמור, סביבת הריבית הנמוכה פגמה בפוטנציאל התשואות ושינתה במידה מסוימת את תמהיל ההשקעות ואת פרופיל הסיכון הענפי במרדף אחר תשואה עם עלייה בנכסי סיכון ובהם מניות ונכסים לא סחירים על חשבון נכסים חסרי סיכון, או בפרופיל סיכון נמוך כמו מזומן ואג"ח מדינה (ראה תרשים 8). התיק הענפי נותר עדיין לדעתנו בפרופיל סיכון מתון יחסית ובפרט ביחס להשוואה בינלאומית עם מרכיב נמוך יותר של נכסי סיכון, אולם תמהיל נכסי הסיכון שונה, כאשר ביחס לחברות הביטוח באירופה ניתן לראות כי תיאבון הסיכון למניות, נדל"ן, הלוואות והשקעות אחרות גבוה יותר (כ-31% לעומת כ-20%) על חשבון השקעה באגרות חוב קונצרניות (ראה תרשים 9).

תרשים 8 - תמהיל השקעות ואג"ח קונצרני בתיק הנוסטרו של ביטוח כללי והון (דצמבר 2012 לעומת דצמבר 2016)



מקור: רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון ועיבוד מידרוג

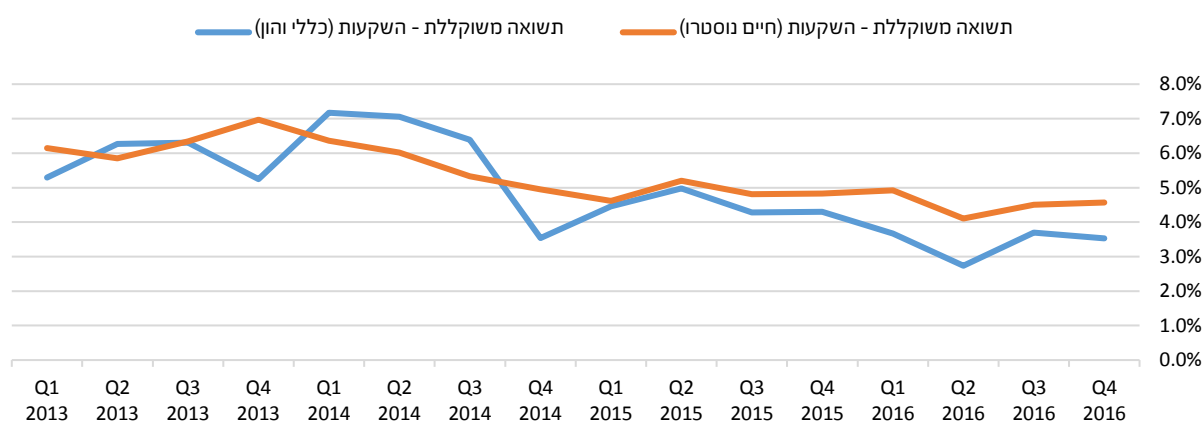
תרשים 9 - השוואת הרכב תיק ההשקעות נוסטרו בין חברות הביטוח בישראל לחברות הביטוח באירופה לשנת 2015



מקור: Moody's analytics, רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון ועיבוד מידרוג

להערכתנו, נמשיך לראות בשנת 2017 השקעות הולכות וגוברות בנכסים שאינם סחירים בחיפוש אחר תשואות עודפות, כגון נדל"ן, קרנות הון סיכון (PE), תשתיות והמשך חשיפה לתיקי משכנתאות בנקאיים. אולם, משתנה נוסף נכנס לתמונה- דירקטיב סולבנסי 2 שמכניסה מחדש של שיקולים נוכח ריתוק הון שונה, שנדרש בנכסים שונים כתלות ברמות הסיכון שלהם. על אף סביבת הריבית הנמוכה, אנו מעריכים כי נמשיך לראות דומיננטיות של אפיק ההשקעה בנכסי חוב כאפיק הדומיננטי ומועדף על ידי חברות הביטוח, גם לאור דרישות ההון של סולבנסי 2 והרצון שלהן להתאים עד כמה שניתן את מח"מ הנכסים למח"מ ההתחייבויות. נציין, כי מנגנון התמסורת אינו מיידית בין המתרחש בשוק הריביות לתשואות תיקי ההשקעות גם בשל מח"מ הנכסים הארוך יותר, כפי שניתן לראות בתרשים 10, עם זאת ניתן לראות בבירור ירידה ברמת התשואות בשלוש השנים האחרונות, כאשר בתיק החיים מבטיח התשואה החברות מתקשות להשיג רווחים מעל לתשואת אגרות החוב המיועדות (ח"צ) של כ-4.8%.

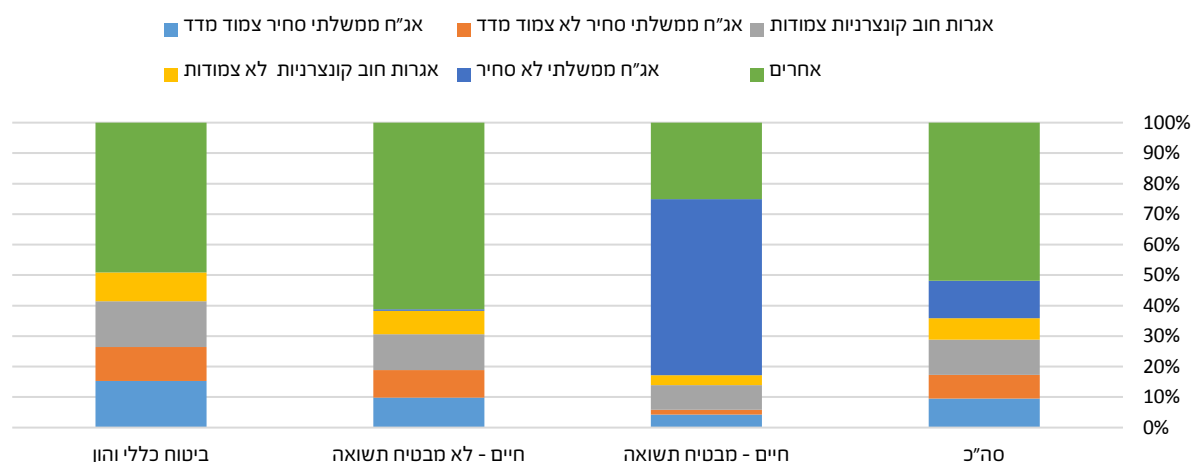
תרשים 10 - תשואות תיק הנוסטרו של 5 חברות הביטוח הגדולות



*נתוני הראל ביטוח שוקללו החל מרבעון 1 2015
מקור: נתוני 5 חברות הביטוח הגדולות ועיבוד מידרוג

איננו מתיימרים לחזות את התשואה העתידית מתיקי ההשקעות של חברות ביטוח, כאשר חלק גדול מהנכסים מאופיינים בהיותם משתנים מקריים ובפרט בטווח הזמן הקצר. יחד עם זאת, בנינו מספר סימולציות בהתבסס על תיקי החוב בלבד בכדי לדמות את ההשפעה של ירידת התשואות המתמשכת על תיקי ההשקעה של חברות הביטוח. כאשר מח"מ הנכסים מאפשר לדמות באמצעות ממוצע נע את התשואה העתידית שתושג בתיקים אלה, כאשר רווחי ההון (MTM) הושגו בעבר ותחת ההנחות הבאות: (1) שיעורי הריבית ותשואות אגרות החוב הממשלתיות, יישארו ברמה דומה לזו של סוף שנת 2016 וללא הנחה של שינוי בתלילות העקום; (2) תמהיל תיק ההשקעות הענפי יוותר זהה לזה של סוף שנת 2016 בכל אחד מסוגי ההתחייבויות (ראה תרשים 11); (3) התשואה על השקעות שאינן מכשירי חוב (fixed income) ובפרט מניות תישאר ללא שינוי; (4) המח"מ הענפי נקבע על בסיס ממוצע משוקלל של חברות הביטוח הגדולות המהוות את מרבית נכסי ההשקעה. מח"מ הנכסים עומד על כ-4-5 שנים ומותאם עם ממוצע נע של כ-6 שנים של אגרות חוב ממשלתיות; (5) השינוי העתידי בתשואות אגרות חוב קונצרניות יהיה 75% מהשינוי באגרות החוב הממשלתיות- כדי לאפשר פתיחת מרווחים אפשרית באגרות חוב קונצרניות.

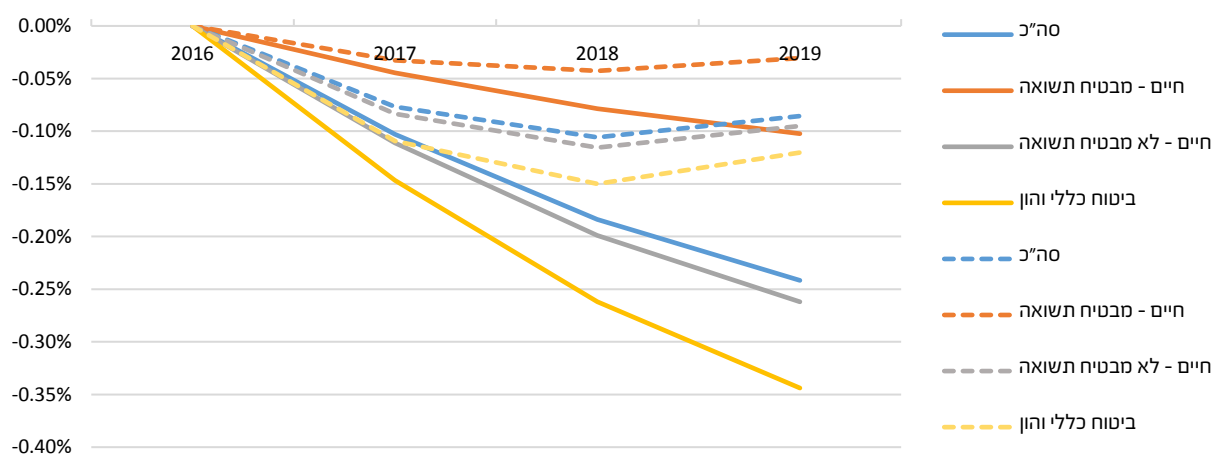
תרשים 11 - תמהיל השקעות חברות הביטוח



מקור: נתוני רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון ועיבוד מידרוג

כפי שניתן לראות מתרשים 12, תשואת תיק ההשקעות של חברות הביטוח תחת ההנחות לעיל צפויה לרדת בממוצע בכל אחת משלוש השנים הקרובות בין 3 נ"ב בתיק החיים מבטיח תשואה ועד 11 נ"ב בתיק ביטוח הכללי והון (הקו הרציף). תרחיש רגישות של עלייה של 50 נ"ב בתשואות בכל שנה בשנים 2017-2019 תקזז את ההשפעה של ירידת התשואות בעבר, כך שההשפעה תהיה ממותנת יותר ותנוע בין 1 נ"ב בתיק מבטיח התשואה ועד 4 נ"ב בתיק הביטוח הכללי והון (הקו הקטוע). תרחיש זה אינו מניח הפסדי הון משערוך הנכסים.

תרשים 12 - סימולציית התפתחות רווחי ההשקעה של חברות הביטוח בשלוש השנים הקרובות



מקור: תשואות אגרות חוב ממשלתיות מבנק ישראל, הרכב הנכסים מנתוני רשות ההון ביטוח וחיסכון ועיבוד מידרוג

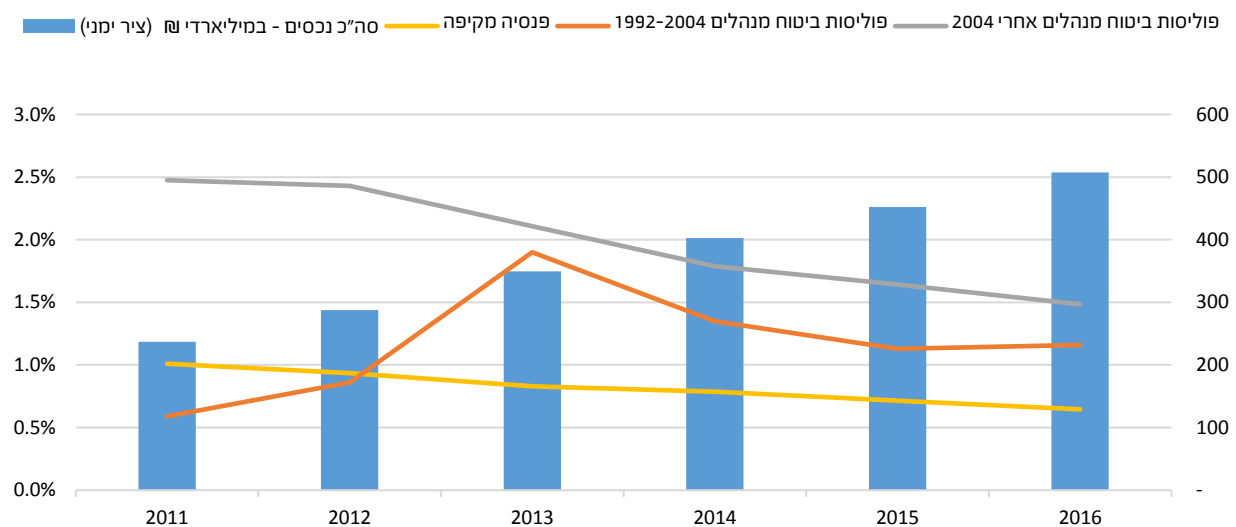
נציין, כי הירידה הצפויה בתשואות בסימולציות אלה לא צפויה להשתקף באופן מלא ברווחי חברות הביטוח היות וחלקן מועברות למבטוחים בפוליסות משתתפות ברווחים. אולם, מבטחים בעלי תמהיל פעילות המוטה לביטוח כללי צפויים להיות מושפעים יותר מירידת התשואות, נוכח תמהיל התיק והיותם לא יוכלו להעביר בנקל את ההפסד למבטוחים (בניגוד לפוליסות משתתפות ברווחים), כלומר יושפעו ישירות מכל ירידה בתשואה על תיק ההשקעות. חברות עם רווחיות חיתומית נמוכה, הנשענות על רווחי השקעה חשופות משמעותית לירידת תשואות זו, כאשר היכולת לפצות את שורת הרווח על ידי העלאת תעריפים מוגבלת הן מבחינת העיתוי והן בשל רמות התחרות בענפים שונים.

החשיפה הרגולטורית תוסיף להוות אתגר עבור חברות הביטוח גם בשנת 2017, אולם היא מהווה גם נקודת האור המרכזית בשנה זו נוכח הקלות ביישום דירקטיבת סולבנסי 2

בשנים האחרונות הנטל הרגולטורי על חברות הביטוח הפך אתגר משמעותי גם נוכח תדירות ועומס גובר של תקנות והנחיות ובעיקר, נוכח רגולציה מעודדת תחרות במקטעים מסוימים, אשר מהווה משקולת לרווחיות החברות. על כף המאזניים שבין שמירה על יציבות לעומת עידוד תחרות נמצא איזון חדש עם הטיה מסוימת לכיוון תחרות במקטעים מסוימים. בצד התחרותי פועלת הרגולציה להוזיל את עלויות הביטוח ודמי הניהול, שיפור השירות, יצירת שקיפות גבוהה יותר, הנמכת חסמים באמצעות האחדת ופישוט פוליסות ובמקביל להגדלת הנטל הביטוחי ועלויות חברות הביטוח.

בענפי החיסכון ארוך טווח לשינויים אלו היו השפעות משמעותיות בשנים האחרונות, כאשר הרפורמה הבולטת בשנה האחרונה בתחום הייתה בעקבות חוזר "הוראות לבחירת קופת גמל" וההליך לבחירת קופת פנסיה ברירת מחדל שחברות הביטוח הגדולות יהיו הנפגעות העיקריות מרפורמה זו היות והן מחזיקות כ-95% מנכסי הפנסיה המקיפה החדשה. כמו כן פורסמו חוזרים נוספים העוסקים ביכולת ניווד ואיחוד חשבונות בקופות גמל ופנסיה, האחדת תקנונים של הקופות והצעות החוק ותיקוני החקיקה בקשר עם יחסי הגומלין עם הסוכנים הפנסיוניים והמתפעלים. להערכתנו בשנה הקרובה תתעצם התחרות, שתבטא בעיקר בהמשך לחץ על דמי הניהול בתחומי החיסכון ארוך טווח (ראה תרשים 13). ירידה זו צפויה להשפיע על רווחיות חברות הביטוח בתחומי הפנסיה והגמל אשר היוו כ-30% וכ-12% מסך הרווח הכולל של חברות הביטוח בשנים 2015-2016, בהתאמה. אומנם היקף הנכסים צפוי להמשיך לצמוח בקצב גבוה לאור הגדלת שיעור ההפרשה הפנסיונית מהשכר בתחילת 2017 וחובת הפקדה פנסיונית לעצמאים, ובתמיכת תנאי מאקרו טובים ובהם שיעור אבטלה נמוך ועליית השכר הממוצע, אך הירידה בדמי הניהול צפויה לשחוק במונחים שקליים את השפעה של גידול זה על ההכנסות. בנוסף, להערכתנו יחול גידול מסוים בהיקף ההוצאות בגין עליה בהוצאות התפעול הנגזרות מדרישות הרגולטור והיקף הנכסים המנוהלים וכתוצאה מכך צפויה פגיעה ברווחיות.

תרשים 13 שיעור דמי הניהול המשוקללים והיקף נכסים בפנסיה מקיפה וביטוחי מנהלים משתתפים ברווחים



*דמי ניהול בביטוחי המנהלים עד 2004 הם מהנכסים בלבד ומשוקללים גם את דמי הניהול המשתנים
 **דמי הניהול בפנסיה וביטוחי המנהלים לאחר 2004 חושבו בשקלול ההפקדות והנכסים הממוצעים ביחס לסך הנכסים הממוצעים לשנה
 מקור: נתוני ביטוח-נט ופנסיה-נט מאתר משרד האוצר ועיבוד מידרוג

בענפי הביטוח הכללי והבריאות פעל הרגולטור במטרה לפשט ולאחד מוצרים שונים כפי שבא לידי ביטוי בפוליסה האחידה בביטוח הבריאות. כמו כן פעל הרגולטור לעדכן את אופן חישוב עלות הפרמיה בביטוח רכב חובה והגדלת חלקו של ה"פול" בשוק ביטוחי הרכב. בעוד שבביטוחי הבריאות אנו צופים ירידת מחירים, בביטוחי הרכב להערכתנו חברות הביטוח לא יורידו באופן משמעותי את מחירי הפרמיות, בייחוד לאחר הגדלת עלויות התביעות העתידיות בעקבות החלטת ועדת וינוגרד אשר המליצה על הורדת שיעור ההיוון של קצבאות הביטוח הלאומי וכפועל יוצא תגרום לגידול עלויות בתביעות רכב חובה וחבויות. כמו כן, במידה ותאושר כנוסח סופי,

לטיטוט תקנות רישוי שירותים לרכב המסדירה את פעילות השמאים, צפויה להיות השפעה מהותית על רווחיות ענף הרכב רכוש, שסבל בשנתיים האחרונות גם כך מעלייה בהיקף הנזקים.

בצד היציבות, נקודת האור העיקרית לחברות הביטוח הינה ההקלה הצפויה בתקופת היישום של דירקטיבת סולבנסי 2 וכן עדכונים נוספים שבוצעו בהנחיות שצפויים להקטין את דרישות ההון ביחס למתכונת המקורית של יישום הדירקטיבה, שעלולה הייתה לייצר לחץ משמעותי על חלק מחברות הביטוח ולפגוע מאוד בגמישותן העסקית.

בתחילת חודש פברואר 2017 פורסמה טיטוט הוראות מעודכנת על ידי הרגולטור. בהוראות אלו בוצעו מספר הקלות ואלו העיקריות שבהן: (1) אפשרות לגיוס חוב נחות עד ל- 50% ביחס לדרישות ההון לכושר הפירעון בתקופת הפריסה (עד 2021) לעומת 40% בטיטה הראשונה; (2) שיעור ריבית ה-⁴ UFR הועלתה מ-4.2% ל-4.6%; (3) שינוי הקורלציה בין סיכון אריכות חיים וסיכון ביטולים בביטוח חיים לשלילית של -0.25; (4) עדכון סולם המרת הדירוגים בין השוק הישראלי לבינלאומי בקשר עם דרישות ההון בתרחישים בגין השקעות באגרות חוב והלוואות מותאמות מ-2 קבוצות דירוג לקבוצה אחת. כאשר אולי ההקלה המשמעותית ביותר הינה הארכת תקופת היישום לעמידה ביחס SCR של 100% משנתיים (סוף 2018) ל-5 שנים (סוף 2021).

להערכתנו, שילוב של גורמים אלו יקטין את הצורך של חברות שהציגו יחסים נמוכים מ-100% לבצע שינויים משמעותיים ומהירים בתמהיל ההשקעות שלהן ולעשות שימוש במבטחי משנה בטווח הקצר, עובדה שתקל את הלחץ על כריות ההון והרווחיות ותתמוך באיתנות הפיננסית של אותן חברות. יחד עם זאת, בטווח הזמן הבינוני, להערכתנו אי עמידה ביעדי ההון הסופיים (100%) בחלק מהחברות, עלולה לפגום במידה מסוימת בגמישותן העסקית וללחוץ על הרווחיות, כאשר יש לקחת בחשבון שיחסי הלימות ההון צפויים להיות תנודתיים יותר בשל חשיפתם הרבה למשתני שוק. להערכתנו, לכל החברות בענף כלים מספקים לעמידה ביחס ההון הנדרש ובפרט לאחר הארכת תקופת היישום עד סוף שנת 2021 ובהם: המשך הנפקת חוב נחות, שימוש במבטחי משנה, שינוי תמהיל ההשקעות ושינוי מסוים בתמהיל העסקים ופעילות גידור פיננסית בנוסף, לבניית ההון מרווחים שוטפים, והיעדר חלוקת דיבידנד בחלק מהמבטחים.

אנו רואים במשטר ההון החדש המבוסס הון כלכלי (כלומר סיכון) התקדמות חיובית ביחס למשטר ההון הקיים. זאת בשל, צפי להמשך שיפור תהליכי ניהול הסיכונים בענף, תמיכה בשיפור פרופיל הסיכון של החברות לאורך זמן ובמדידת ההון הכלכלי והסיכונים ועל כן גם בשיפור לאורך זמן באיתנותן הפיננסית של החברות. אולם למרות האמור, מודל סולבנסי 2 אינו חף מהטיות שלא לומר טעויות ולא בהכרח משקף מודל של הון כלכלי טהור. מודל זה עלול להעריך ביתר או בחסר סיכונים מסוימים ולייצר רעש לא כלכלי בשל הנחותיו וכתלות במודל העסקי של המבטח⁵.

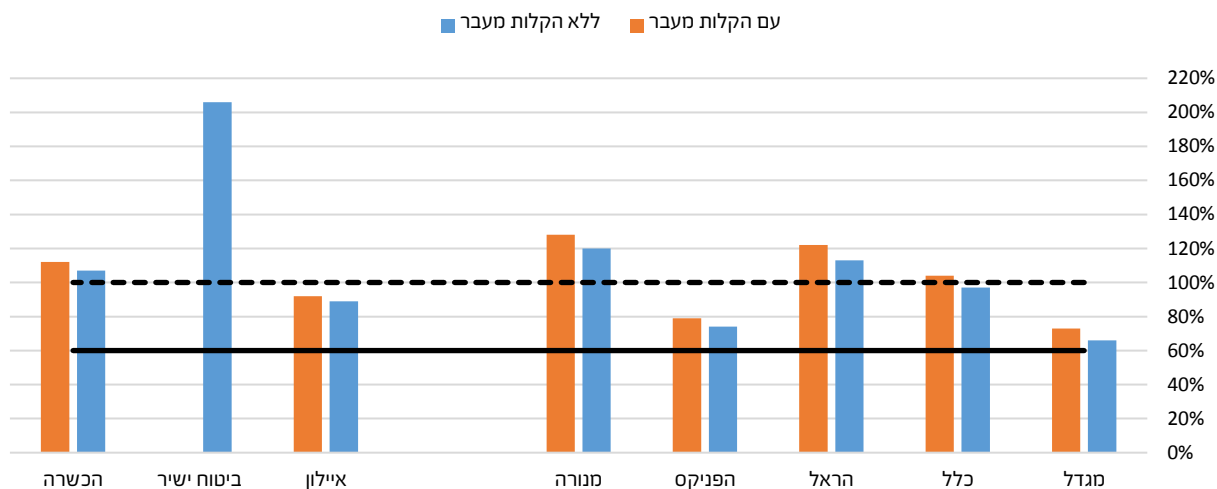
בתרשים 14 אנו מציגים את היחסים של חברות הביטוח הגדולות לפי תוצאות התרגיל האחרון (IQS5) ביחס לדרישות ההון המינימליות וביחס ליעד הסופי של 100%. להערכתנו, רוב החברות יציגו שיפור ביחסי סולבנסי 2 ל-31 בדצמבר 2016 לעומת 31 בדצמבר 2015 הן בשל הגדלת ההון המוכר והן בשל השינויים וההקלות לעיל.

נציין, כי בינתיים אין בשורה אמתית לבעלי המניות של חלק מהחברות, אשר ימשיכו להמתין בציפייה לדיבידנדים שכנראה לא יחולקו בשנתיים הקרובות בהתאם להגבלות כושר הפירעון הקיימות.

⁴ Ultimate Forward Rate

⁵ [סולבנסי 2- הון כלכלי – האומנם? מרץ 2017](#)

תרשים 14 - יחסי כושר פירעון סולבנסי 2 של חברות הביטוח הגדולות ביחס לדרישות המינימליות לפי IQSS

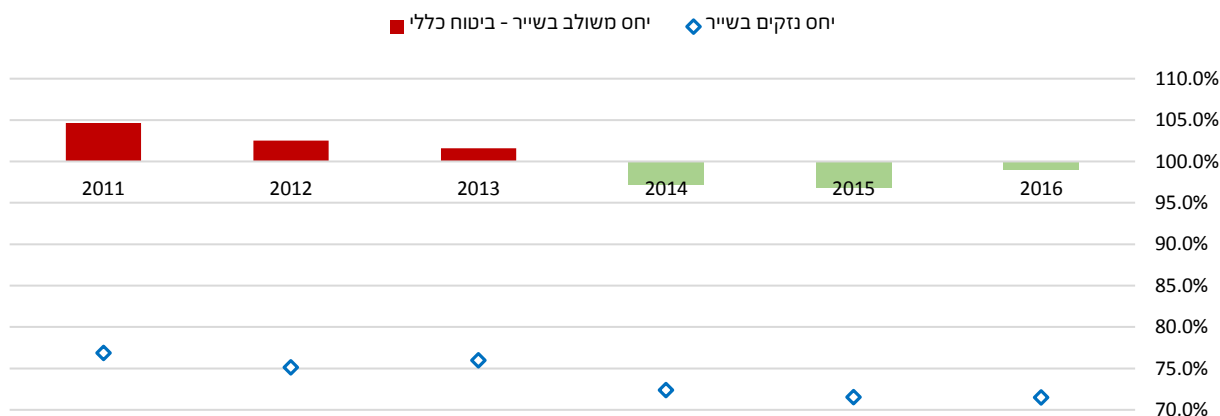


מקור: נתוני החברות ועיבוד מידרוג

רווחיות חיתומית שאינה בולטת לטובה תמשיך ללוות את הענף גם בשנת 2017

ענף הביטוח הכללי מאופיין ברווחיות חיתומית שאינה בולטת לטובה כפי שמשקף ביחס המשולב שאינו משאיר מרווח מספק לספוג שינויים בתשואות תיקי ההשקעות. לכך מספר סיבות ובהן מבנה עלויות מגביל נוכח מודל הפצה, מבנה התחרות, חשיפה לקולקטיבים בחלק מהענפים, סבסוד מוצרים וכמובן גם חשיפות לאירועים אקסוגניים ובהם סביבת הריבית והרגולציה ואירועי נזק שלא תומחרו במלואם. יש לציין, כי בשנים האחרונות חל שיפור הדרגתי ברווחיות ענף הביטוח הכללי (למעט ההחמרה בגין עדכון השפעת ריבית ההיוון ברכב חובה וחבויות בשל מסקנות וועדת וינוגרד), כאשר היחסים המשולבים (Combined Ratio) בשייר⁶ ירדו בהדרגה אל מתחת ל-100% (ראה תרשים 15), גם נוכח מיקוד של חלק מהחברות ברווחיות על חשבון נתח שוק.

תרשים 15 - יחס נזקים בשייר יחסים משולבים בביטוח הכללי בשנים 2011-2016



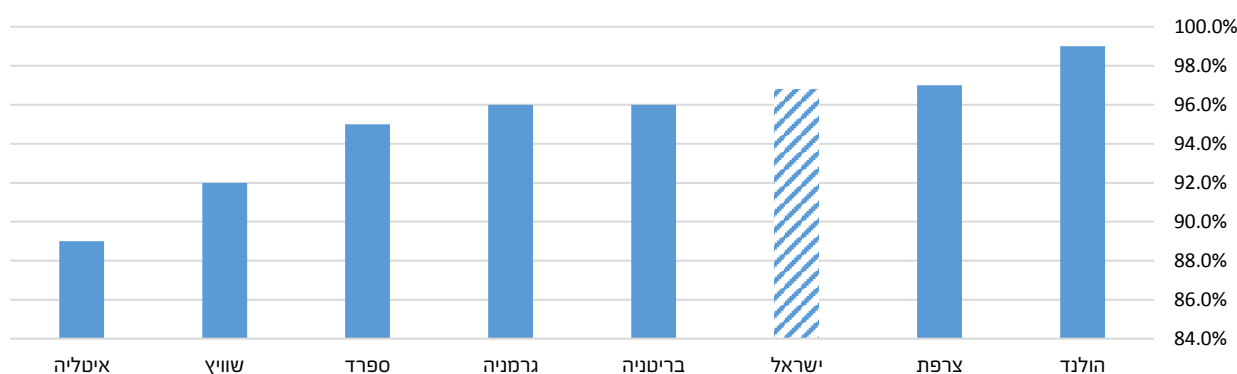
*שנת 2016 מוצגת ללא השפעת וועדת וינוגרד על חישוב העתודות בביטוח רכב חובה וחבויות
מקור: נתוני 13 חברות הביטוח הגדולות ועיבוד מידרוג

עד לשנת 2016 חברות הביטוח נהנו מירידה בעלות התביעות שגררה שחרור עתודות ניכר ביחס לתביעות משנים קודמות. הקיטון בעלות התביעות נבע מסביבה אינפלציונית נמוכה וגם מהאטה מסוימת בפוטנציאל הצמיחה (למעט מסירות כלי רכב) שהקטינו את

6 היחס שבין ההוצאה בגין תשלומים ושינויים בהתחייבויות בגין חוזי ביטוח וחוזי השקעה בשייר, הוצאות הנהלה וכלליות והוצאות בגין עמלות ושיווק בשייר לפרמיות שהורווחו בשייר

היקף החשיפות של חברות הביטוח בשל קיטון בשכוחות התביעות. מבדיקה שלנו ל-13 חברות הביטוח בשוק המקומי, סך שחרור העתודות בגין עדכון אומדן התביעות המצטברות משנים קודמות ביחס לרווח לפני מס עמד בממוצע בשנים 2012-2016 על כ-25%. שחרור זה של עתודות תמך ביחסים המשולבים של החברות, ובלעדיו הן היו מציגות שיעור רווחיות גרוע בהרבה⁷. על אף פי שאנו מאמינים כי חברות הביטוח יתמידו במדיניות העתודות השמרנית, שיעור שחרור העתודות שנצפה בשנים האחרונות אינו בר קיימא בטווח הארוך, בפרט גם לאור עדכון ריביות ההיוון בענפי הרכב חובה וחבויות בעקבות וועדת וינוגרד שצפויות להעלות את עלות התביעות בענפים אלו בעתיד. על כן אנו צופים, כי יחס שחרור העתודות ירד בשנים הקרובות ויפעיל לחץ על רווחיות החברות בענפי הביטוח הכללי שגם כך אינה בולטת לטובה גם בהשוואה בינלאומית (תרשים 16).

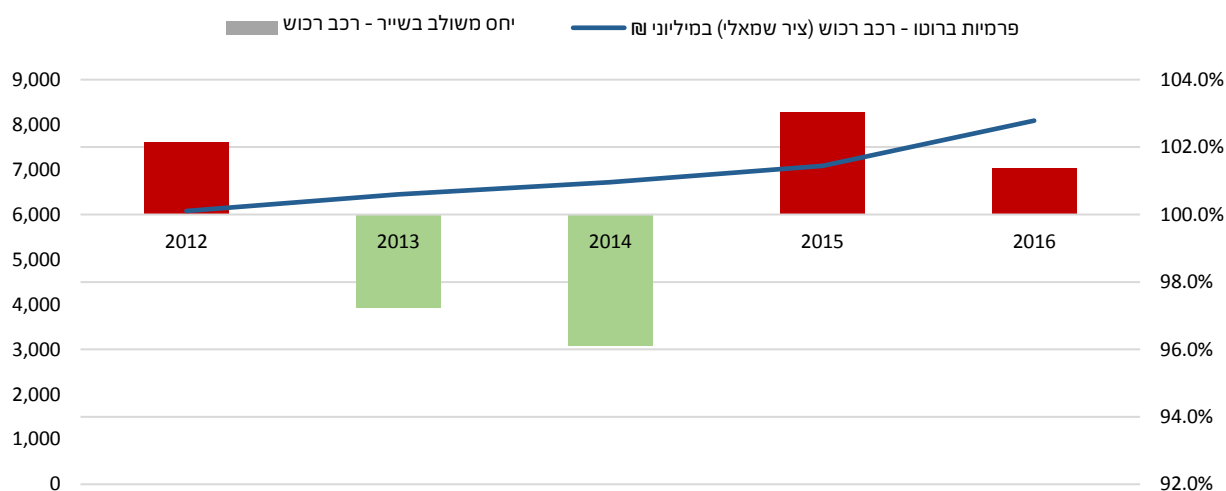
תרשים 16 - השוואה בינלאומית לשנת 2015 של יחסים משולבים בביטוח כללי



מקור: Moody's Analytics, נתוני חברות הביטוח ועיבוד מידרוג

ענפי הביטוח שאינם ביטוחי חיים הם מחזוריים מטבעם, כאשר מחזורים של העלאת תעריפי פרמיות מגיעים בפיגור לאחר תקופות של הפסדים חיתומיים משמעותיים או עקביים, או במידה וקיימת מגמה של התפתחות שלילית של תביעות. בהתמקדות ברכב רכוש ניתן לצפות, כי לאחר שנתיים של יחסים משולבים בביטוח רכב רכוש מעל 100% במדגם הענפי שלנו (ראה תרשים 17) ובעקבות הציפייה להקטנת שחרור העתודות כאמור, אנו מעריכים כי תתרחש עליית מחירים מסוימת במגזר זה במטרה לשפר את הרווחיות החיתומית, גם נוכח פוטנציאל התשואות המתון יחסית.

תרשים 17 - פרמיות ברוטו ויחסים משולבים בביטוח רכב רכוש



מקור: נתוני חברות הביטוח ועיבוד מידרוג

⁷ יש לקחת בחשבון שרק החל משנת 2015 בוטלה שיטת הצבירה בעתודות הרכב חובה וחבויות כך שהרווח החיתומי בשנים אלו התייחס לתביעות שקרו 3 שנים לפני כן.

בעוד שהעלאת התעריפים במגזר רכב החובה מוגבלת יחסית, אנו צופים שבמגזר רכב הרכוש היא תהיה משמעותית יותר בשנה הקרובה כפי שכבר באה לידי ביטוי בנתוני שנת 2016. יחד עם זאת, להערכתנו ענף זה ימשיך להיות אחד מהענפים היותר תחרותיים, דבר אשר יגביל את יכולת העלאת התעריפים של מבטחים שהציגו יחסים משולבים קרובים ל-100%. בנוסף, הגידול בהיקף הנסועה ובכמות כלי הרכב צפוי להגדיל את שכיחות התאונות, כאשר הצערת גיל הרכבים וכפועל יוצא עלייה בשוים צפוי להגדיל את עלות התיבועות לאחר קרות תאונה. שני גורמים אלו צפויים להגביל את הרווחיות בענף זה בטווח הקצר-בינוני ואנו מעריכים כי החברות יתרכזו בעיקר בצד צמצום עלויות התיבועות ובשליטה במבנה ההוצאות הכללי בכדי לשפר את התוצאות החיתומיות.

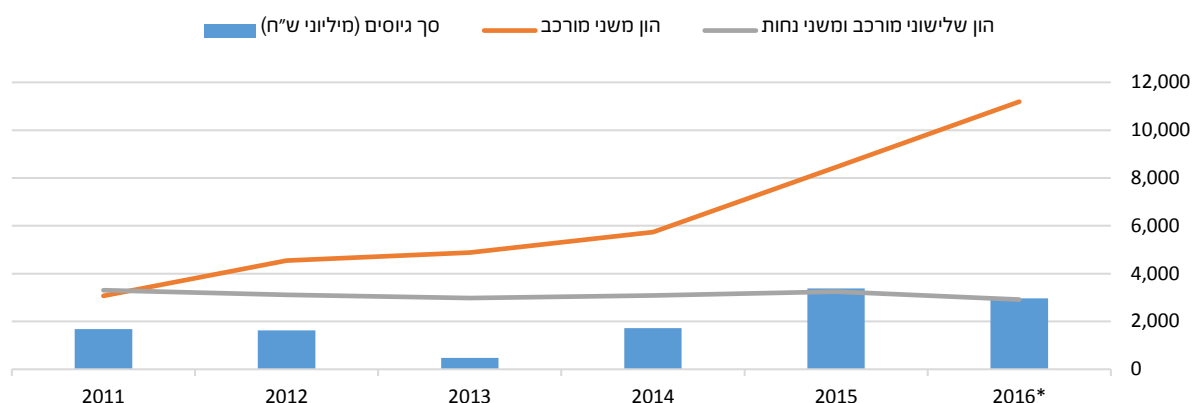
בתחום ביטוחי הבריאות, המתאפיין במוצר הנמכר ב"דחיפה" ללקוח הקצה בשל אופיו הלא מנדטורי, יש משמעות רבה להצעת הערך ויכולת השיווק והמכירה של המבטח בבואו למכור מוצר זה למבוטח. אנו מעריכים כי שיעור הגידול ימשיך להיות גבוה משמעותית מקצב צמיחת התמ"ג, אולם בקצב נמוך לעומת השנים האחרונות. גידול זה נתמך בשיעור חדירה נמוך יחסית ועידוד הרגולטור במכירה של ביטוחים משלימים. פישוט מבנה הפוליסה והאחדתה החל מתחילת 2016 גרמה להאטה מסוימת במכירות המוצר ברבעון הראשון של 2016, אך לאחר ביצוע התאמות מכירה על ידי החברות והסוכנים חזרו שיעורי הצמיחה שאפיינו את הענף בשנים שעברו. להערכתנו, בעקבות האחדת הפוליסות תתגבר התחרות בענף זה ויופעל לחץ על המחירים כך שצפויה שחיקה מסוימת ברווחיות לאחר שיפור עקבי בשנים האחרונות. ענף זה מאופיין בשיעור עמלות לסוכנים גבוה יחסית בשל טבעו של המוצר כך שלהערכתנו בעקבות הירידה ברווחיות צפויות החברות להקטין גם את התמריץ לסוכנים ולפעול לצמצום ההוצאות ולהתייעלות תפעולית. בנוסף, האחדת הפוליסה מכניסה מתחרים נוספים לשוק בעלי יתרונות יחסיים במבנה העלויות ובעיקר מבטחים הפועלים בערוצים ישירים, כאשר לחברות בעלות מנגנון תפעול רזה יוכלו להציע הצעת ערך משתלמת וליצור יתרון תחרותי.

בקשר עם כך נציין, כי בשנים האחרונות השקיעו רוב חברות הביטוח מאמצים לצמצום ההוצאות על ידי התאמה מחדש של הפעילות שלהם כך שזו תהיה יעילה יותר. מאמצים אלו כללו הקטנת עלויות (עלויות תפעול, עלויות שיווק והפצה וכו') וארגון מחדש על מנת לבטל כפילויות במבנה התאגיד. אומנם רוב המבטחים הצליחו להוריד את יחס ההוצאות שלהם בשנים האחרונות, אך אנו מאמינים שאפשר ויעשו עוד מאמצים מצדן להמשיך להקטין את היקף הוצאות ולשפר את היעילות התפעולית בטווח הקצר-בינוני. למשל, חברות ביטוח רבות משתמשות במערכות מחשוב מורכבות ומסורבלות, יקרות, לא יעילות ומהוות חסם לשינויים. על ידי שדרוג מערכות ה-IT דיגיטליות, מרכזיות, זריזות ומקושרות בצורה טובה בין אחת לשנייה, מבטחים יוכלו להקטין עוד את בסיס ההוצאות ולהגדיל את היעילות שלהם. בנוסף, מערכות אלו מספקות הזדמנויות לחברות לבדל את עצמן על ידי מתן שירות לקוחות אפקטיבי יותר, שיפור הצעת הערך, הקטנת זמן הטיפול בתביעות והפיכת התהליך של יישוב תביעות ורכישות מוצרי ביטוח באינטרנט. השקעה זו קיבלה עידוד מצד הרגולטור שפרסם בחודש אוגוסט 2016 טיוטת חוזר לשילוב כלים דיגיטליים בשירות לקוחות גופים מוסדיים המפרט את חזון רשות שוק ההון ביטוח וחסכון בנושא הדיגיטציה של הענף.

פעילות המבטחים בשוק החוב הובילו לעלייה ביחסי המינוף, אשר לא צפויים להשתפר בזמן הקרוב

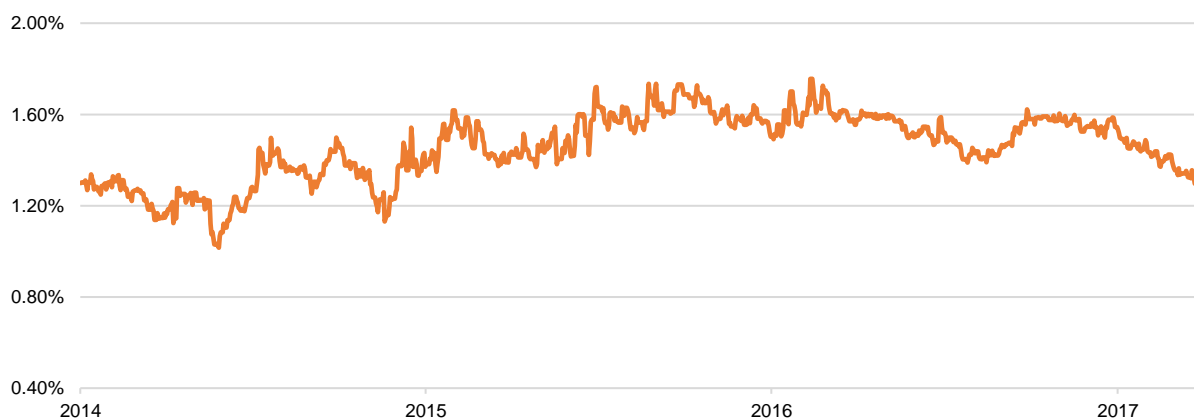
לסביבת הריבית הנמוכה והירידה בתשואות היה גם צד חיובי לחברות הביטוח. כדי לפצות על ההאטה בגידול בהון וברצון לחלק דיבידנדים ובניסיון לשפר את יחסי כושר הפירעון תחת סולבנסי 2, החברות גייסו היקפים גדולים של חוב נחות, תוך ניצול ריביות השוק הנמוכות לקיבוע עלויות. המגייסת המשמעותית בשנים האחרונות הייתה מגדל עם גיוסים של כ-3 מיליארד \$ החל משנת 2011 (כ-25% מסך הגיוסים בשנים 2011-2016). סך ההון המשני המורכב הגיע לשיא בתחילת שנת 2017 (לאחר הגיוסים של הפניקס והראל) לאחר שחלה האטה מסוימת בהיקף הגיוסים בשנת 2016, לעומת 2015 (ראה תרשים 18). ההאטה נבעה להערכתנו בעיקר בשל הגעה למגבלת ההכרה בהון הנחות הרגולטורי והן בשל רצונן של חברות הביטוח להמתין להוראות סולבנסי 2 הסופיות בקשר עם מבנה ההון המוכר. בנוסף, החברות ניצלו את אוירת הגיוסים הנוחה בשוק ההון, הירידה בתשואה לפדיון וצמצום המרווחים (ראה תרשים 19), כדי להאריך את מח"מ החוב שלהם כך שנכון לסוף חודש מרס 2017 כ-70% מחוב הסחיר הינו במח"מ הגבוה מ-5 שנים, לעומת כ-60% בסוף שנת 2015 (ראה תרשים 20). בעקבות זאת, המח"מ המשוקלל של אגרות החוב עלה מעט מכ-5.3 בסוף 2015 לכ-5.5 בסוף מרס 2017.

תרשים 18 - גיוסים והתפתחות ההון הנחות בחברות הביטוח 2016-2011



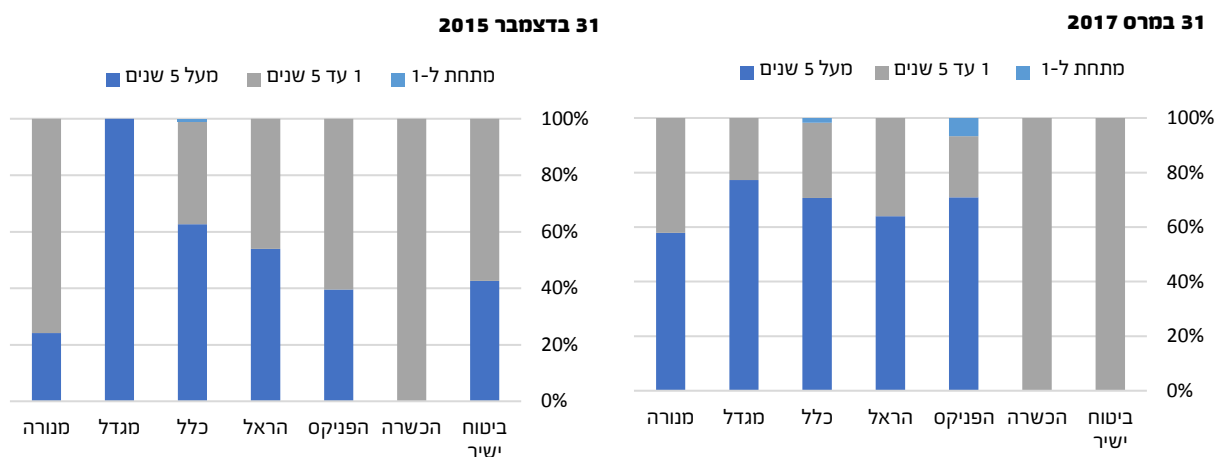
2016* כולל גם את הגיוסים שבוצעו בתחילת שנת 2017
מקור: דוחות כספיים של חברות הביטוח ועיבוד מידרוג

תרשים 19 - מרווחים ממשוקללים של תשואות אגרות החוב של חברות הביטוח 2014-2017/03



מקור: עיבוד מידרוג ממערכת ה-ACE לנתוני בורסה

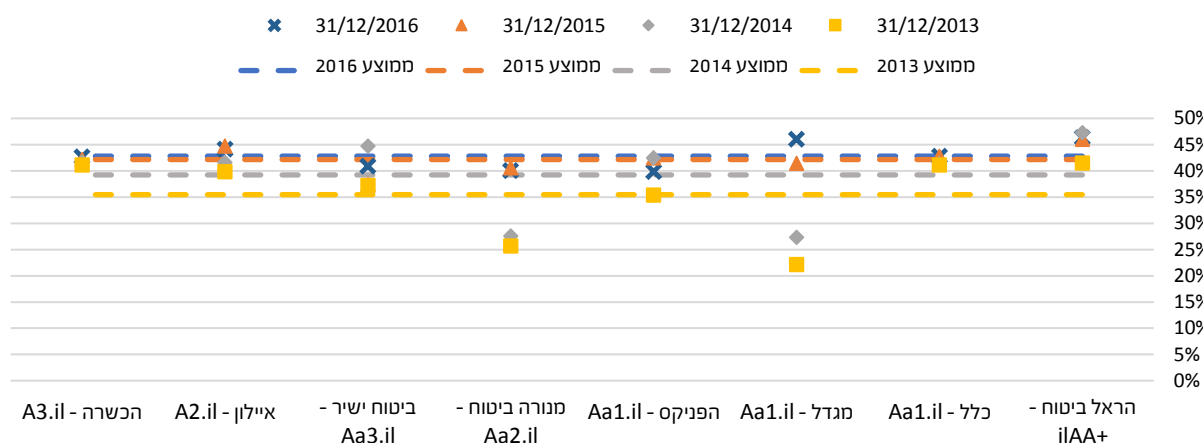
תרשים 20 - תמהיל מח"מ החוב הסחיר של חברות הביטוח מסך העג.



גרף התפתחות המרווח המשוקלל של חברות הביטוח
מקור: מערכת ACE לנתוני בורסה ועיבוד מידרוג

גיוסים אלו לא הגיעו ללא מחיר - חברות הביטוח נדרשו להוצאות מימון הולכות וגוברות שפגעו וצפויות להמשיך ולפגוע ברווחיותן. עובדה זו משתקפת היטב ביחס שירות הריבית- הרווח התפעולי להוצאות הריבית של 8 החברות הגדולות שירד מממוצע של כ-11 בשנת 2014 לכ-4 בלבד בשנת 2016 (גם בשל שחיקה בהיקף הרווח, כאמור). בנוסף, העובדות לעיל הובילו לכך שבניגוד לחברות הביטוח הגדולות באירופה שהקטינו את המינוף הפיננסי בשנים האחרונות, בישראל התרחש תהליך הפוך שהגיע לשיא בסוף שנת 2016. בעוד שממוצע יחסי המינוף⁸ של החברות הגדולות באירופה עמד בשנת 2015 על כ-30% בישראל הוא עלה בהדרגה ועמד על כ-45% (ראה תרשים 21) ואנו מצפים שהוא יישאר ברמה זו בטווח הקצר-בינוני במטרה לתמוך ביחסי כושר הפירעון של החברות וביחסי התשואה להון.

תרשים 21 - יחסי המינוף חברות הביטוח בשנים האחרונות



*שטרי ההון בהראל ומנורה סווגו כחלק מההון העצמי ולא כהתחייבות פיננסית מקור: נתוני החברות ועיבוד מידרוג

לשמחתנו סיכון קסטרופה לא התממש עדיין...

אירוע הקסטרופה העיקרי אליו חשופה מדינת ישראל הינו רעידת אדמה, כאשר רעידת האדמה המשמעותית האחרונה התרחשה לפני 90 שנה ב-1927 בעוצמה של 6.25 בסולם ריכטר וגרמה ל-500 הרוגים וכ-700 פצועים בארץ ישראל ובעבר הירדן. מאז היו רעידות אדמה נוספות אך לא בעוצמה דומה- האחרונה התרחשה כ-100 ק"מ מדרום לאילת בשנת 2015. מבחינת חברות הביטוח החשיפה לסיכון קסטרופה הינה בעיקר בענפי הביטוח הכללי ובפרט בענפי ביטוח רכב ורכוש אחר. נכון ליום ה-31 בדצמבר 2016 סך החשיפה בברוטו ובשייר (לאחר ביטוחי משנה) של חברות הביטוח לסיכון קסטרופה עמד על כ-46 מיליארד ₪ ועל כ-650 מיליון ₪ בהתאמה, שאחרון מהווה כ-3% מההון עצמי שלהן. בעוד שבישראל חברות הביטוח טרם נאלצו להתמודד עם אירוע קסטרופה משמעותי לשמחתנו, בעולם המצב שונה, ובשנים האחרונות קיימת עלייה בשיעורי הפסד מאירועי קסטרופה (ראה תרשים 22), כאשר את היקף ההפסדים ניתן להמחיש בטבלה הבאה המציגה את עשרת האירועים המשמעותיים ביותר שקרו מאז 1970:

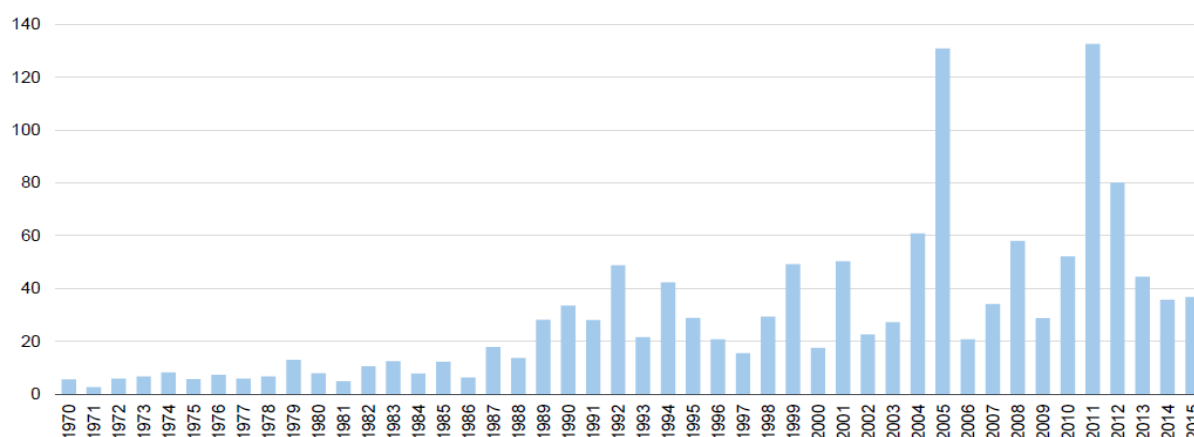
מדינה/אזור	האירוע	תאריך האירוע	סך ההפסד המבוטח (מיליארד \$USD)
ארה"ב, מפרץ מקסיקו	הוריקן "קטרינה", הצפות, נזק לאסדות קידוח	25/08/2005	79.7
יפן	רעידת אדמה שגרמה לצונמי	11/03/2011	36.9
ארה"ב, קריביים, קנדה	הוריקן "סנדי", הצפות	24/10/2012	36.1
ארה"ב, איי בהאמה	הוריקן "אנדרו", הצפות	23/08/1992	27.0
ארה"ב	התקפת הטרור על מגדלי התאומים, הפנטגון	11/09/2001	25.1

⁸ היחס בין החוב הפיננסי והתחייבויות לעובדים להון העצמי בתוספת חוב פיננסי והתחייבויות לעובדים

24.5	17/01/1994	רעידת אדמה בשבר הצפוני	ארה"ב
22.3	06/09/2008	הוריקן "אייק", הצפות, נזק לאסדות קידוח	ארה"ב, קריביים, מפרץ מקסיקו
16.9	22/02/2011	רעידת אדמה, רעשי משנה	ניו זילנד
16.2	2/09/2004	הוריקן "איוון", נזק לאסדות קידוח	ארה"ב, קריביים, ונצואלה
15.8	27/07/2011	גשמי מונסון כבדים, הצפות נרחבות	תאילנד

*הסכומים מוצמדים למדד 2015; הפסדים מבוטחים משקפים את אלו הקשורים לאובדן עסקים ורכוש ולא כוללים ביטוחי חבויות וביטוחי חיים
 מקור: Moody's Investors Service, Swiss Re Sigma

תרשים 22 - הפסדים ביטוחיים (במיליארדי \$USD) בגין אירועי קטסטרופה מאז 1970:

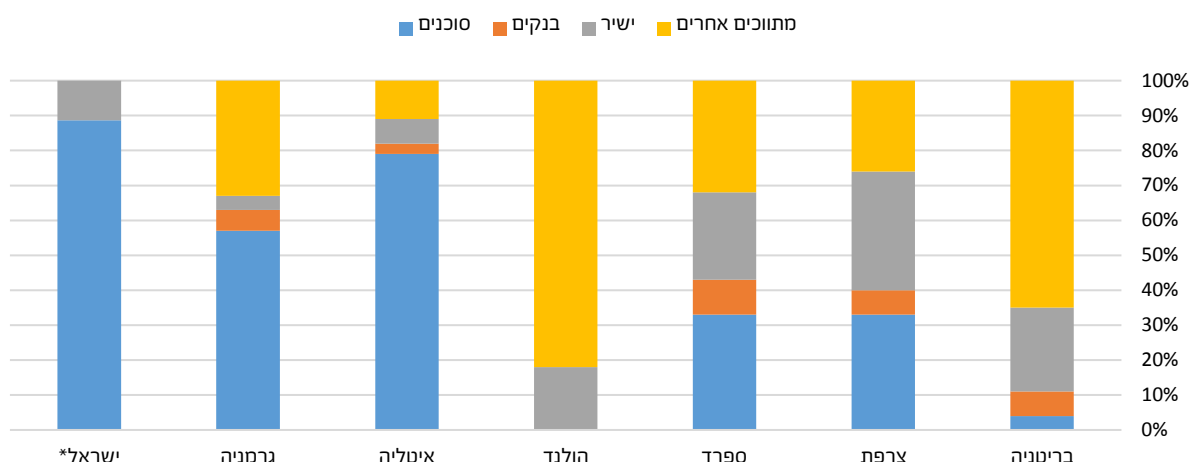


*הנתונים מוצמדים למדד 2015
 מקור: Moody's Investors Service, Swiss Re Sigma

הסיכון לשיבוש טכנולוגי נשאר נמוך יחסית... בינתיים...

אנו צופים כי בטווח הזמן הארוך, החדשנות תהווה מחולל התחרות העיקרי (הסיכון והסיכוי), כאשר מבטחים שלא יתאימו את המודל העסקי ובפרט את מודל ההפצה (בחלק מהמוצרים ובפרט במוצרים בעלי פוליסה אחידה) עשויים לחוות שחיקה משמעותית בפרופיל העסקי. ההתפתחות הטכנולוגית מביאה אתה גם הזדמנויות למוצרים חדשים ובהם ביטוחי סייבר ואחרים. התפתחויות אלה צפויות לשנות באופן מהותי חלקים רבים משרשרת הערך של חברות הביטוח ולגרום לשינויים משמעותיים בענף. ככל והטכנולוגיה תתקדם ותאפשר הקטנת עלויות, ניתוח בסיסי נתונים גדולים ובידול טוב יותר של מכירה ללקוחות, צפוי גידול של חברות ומודלים של מכירה ישירה (בעיקר בפוליסות אחידות), בעלות מבנה הוצאות רזה יחסית אשר עלולה לדחוף את תעריפי הביטוח למטה, תוך שיבוש אופן פעילות הענף. לדוגמה -כבר כיום חברת הביטוח AIG עושה שימוש באיסוף נתוני הנהג על מנת לתת תמחור דיפרנציאלי לכל לקוח אשר מהווה מודל יעיל יותר לתמחור הפוליסות. חברות עם מודל הפעלה רזה יוכלו גם ליצור לעצמן יתרון אצל האגרגטורים (דוגמת WOBI). פלטפורמות אלו מאפשרות ללקוחות לבצע סקרי שוק ולחפש את הפוליסה המשתלמת ביותר עבורם וצפויה בעתיד להפוך ליותר ויותר דומיננטית כערוץ הפצה ביחס למצב כיום ולשמש כמנוע להורדת תעריפים. עם זאת, בטווח הקצר יותר של 18-12 חודשים הקרובים אנו לא מעריכים כי יחול שינוי משמעותי בשוק הישראלי בתחום זה, היות והשוק נשלט עדיין ברובו על ידי סוכני הביטוח המסורתיים. אולם, תהליכי דיגיטציה ושיפור יכולת המכירה ימשיכו להתפתח וצפויים לשפר את יכולת המכירה ולהגביר את התחרות בענף בעיקר על ידי הרחבת ערוצי המכירה הדיגיטליים (Omni-channel). בהמשך לאמור, השאלה המרכזית שנותרה פתוחה היא מהו מודל ההפצה העתידי אשר מהווה מרכיב משמעותי ממבנה ההוצאות של חברות הביטוח. בתרשים 23 אנו מציגים את תמהיל ערוצי ההפצה של מוצרי ביטוח כללי ביחס לחברות באירופה, ניתן לראות שנתח הסוכנים בישראל גבוה משמעותית מכל מדינה אחרת (למעט איטליה) ושיעור חדירת הביטוח הישיר עדיין נמוך.

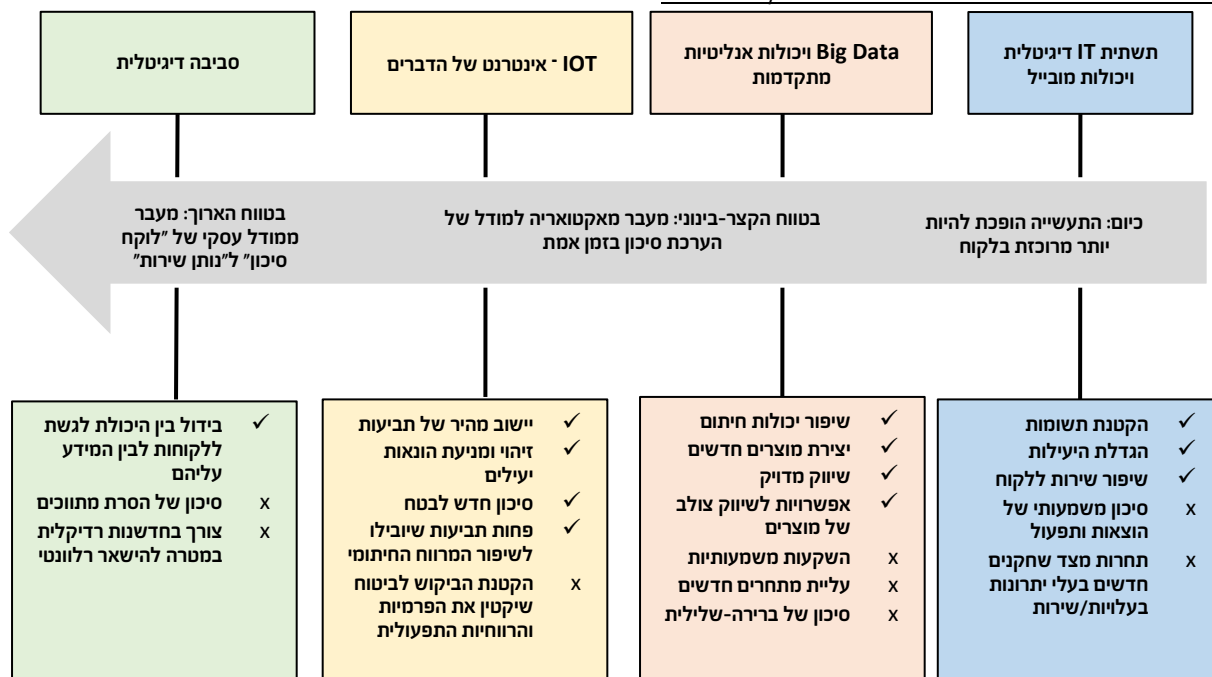
תרשים 23 - תמהיל ערוצי ההפצה בביטוח הכללי השוואה מול מדינות אירופה (נתוני 2014)



*נתוני ישראל מתבסס על נתח השוק של AIG ישראל וביטוח ישיר (DI) הפועלות רק בשיווק ישיר והערכת מידרוג ביחס לפעילות הישירה של שאר החברות מקור: European Insurance – Key Facts, August 2016 ועיבוד מידרוג

בנוסף, אנו מעריכים כי חברות הביטוח ימשיכו בשנים הקרובות להשקיע במערכות ה-IT שלהן ולשדרג אותן במטרה להקטין עלויות, להתייעל בתהליכים ולפתח יכולת חיתום טובה יותר. בשלב מתקדם יותר, מבטחים ירחיבו את השימוש ב-Big data ויבצעו רכישות חברות הזנק בתחום הביטוח (insur-tech) במטרה לשפר את היתרון התחרותי שלהן. הסביבה העסקית המתאגרת כיום דוחפת את חברות הביטוח להשקיע בתחומים אלו, אולם צפוי להן אתגר לזהות את אלה המתאימות והטובות ביותר אשר ישתלם להשקיע בהן. בתרשים 24 להלן אנו מציגים את כיוון ההתפתחות הצפוי להערכתנו בתחום הדיגיטלי בענף הביטוח. ניתן להתרשם כי בנוסף להזדמנויות הגלומות בהתקדמות הטכנולוגית, במקביל יתפתחו גם אתגרים נוספים לחברות.

תרשים 24 - טכנולוגיה וחדשנות מביאות הזדמנויות אך גם אתגרים



© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

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

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

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

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

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

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

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

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

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

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.