



מנורה מבטחים החזקות בע"מ

מעקב ו אפריל 2015

1

אנשי קשר:

אמיל גולדפרב, אנליסט
emilg@midroog.co.il

ישי טריגר, ראש צוות
yishait@midroog.co.il

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל
meravb@midroog.co.il



מנורה מבטחים החזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג
------------------	-----	-------

מידרוג מותירה את דירוג האג"ח (סדרות א' ו- ב') של מנורה מבטחים החזקות בע"מ ("החברה"), בדירוג Aa3, באופק יציב, על כנו.

אגרות החוב שהונפקו על ידי החברה ומדורגות על ידי מידרוג:

סדרה	מס ני"ע	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 31/12/2014 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון
א'	5660048	4.28%	מדד	440	2015-2019
ב'	5660055	4.5%	מדד	278	2018-2022

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בחברות אחזקה בביטוח. על פי מתודולוגיה זו, דירוג החוב של חברת האחזקות נקבע ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ("המבטח" או "מנורה ביטוח"), ולהערכת האיתנות של מנורה מבטחים פנסיה וגמל בע"מ (להלן: "מנורה פנסיה וגמל") וליכולתן לחלק דיבידנדים. הדירוג של חברת האחזקה נמוך מדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח, בשל הנחיתות המבנית. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, כדוגמת רמת נזילות, מידת הגמישות הפיננסית ופעילות נוספת מלבד המבטח.

האיתנות הפיננסית של מנורה ביטוח מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה, בהתבסס על המאפיינים הבאים: מנורה ביטוח הינה אחת מחברות הביטוח המובילות בישראל. השינוי המבני שביצעה החברה, אשר במהלכו העבירה את מנורה פנסיה וגמל לבעלותה הישירה של החברה, גרר שינוי בתמהיל העסקים של המבטח למוטה ביטוח כללי, המאופיין בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין השאר, על רקע השפעת שוק ההון. חשוב לציין כי למבטח יכולת גיוס הון רגולטורי מהגבוהים בענף.

בהערכת האיתנות של מנורה פנסיה וגמל, מתבססת מידרוג על מעמדה בתחום החיסכון הפנסיוני, עם היקף נכסים מנוהל בסך כ- 67 מיליארד ₪, נכון ל- 31.12.2014 ונתח שוק של כ- 35% מסך קרנות הפנסיה החדשות. פעילות הפנסיה מהווה מקור רווח משמעותי ויציב יחסית לאורך זמן, המאופיין ברמת סיכון עסקי נמוכה ביחס לענפי הביטוח השונים בכלל ולענף החיסכון לטווח ארוך בפרט. יש לציין כי למנורה פנסיה וגמל לא קיים חוב פיננסי.

בקביעת דירוג החוב של החברה ביחס לאיתנות הפיננסית של המבטח, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

נחיתות מבנית של החוב בחברת האחזקות, ביחס להתחייבויות חברת הביטוח לבעלי הפוליסות ולנושים נוספים. הגבלת יכולת חלוקת הדיבידנדים של המבטח ע"י הרגולציה החלה על חברות הביטוח בישראל - המבטח פועל תחת תקנות הון, הקובעות דרישות הון מינימאלי, שהיקפן עומד ביחס ישר עם היקף פעילותה. עם זאת, למבטח קיימים שיעורי עודפי הון גבוהים ויכולת הגיוס גבוהה ביחס לענף.

כמו כן, הובאו בחשבון הצהרת החברה לשמירה על יתרות נזילות ומקורות תזרימיים נוספים בשיעור של 100% לפחות משירות החוב לשנה אחת קדימה, מעמדה של מנורה פנסיה וגמל בענף החיסכון לטווח ארוך, רוחחיותה היציבה לאורך זמן, ונתח השוק המשמעותי.

תמצית מאזן ורוו"ה - מנורה מבטחים החזקות (סולו)

31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	מיליוני ₪
3,071	3,335	3,476	השקעות במוחזקות*, מזה:
1,935	1,774	1,827	מנורה ביטוח
672	686	784	מנורה פנסיה וגמל
251	244	169	מנורה פיננסים
222	224	207	מנורה נדל"ן
-	344	384	שומרה
1	72	105	השקעות אחרות
127	44	73	נדל"ן להשקעה
20	76	16	מזומנים ושוי מזומנים
270	266	246	השקעה בני"ע
52	44	40	נכסים אחרים
3,541	3,765	3,851	סה"כ נכסים
860	790	703	אגרות חוב
63	50	82	אחר
924	840	785	סך התחייבויות
2,617	2,925	3,066	הון עצמי

*כולל הלוואות ושטרי הון

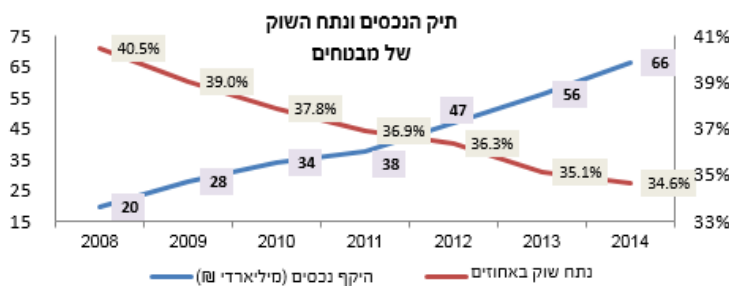
2012	2013	2014	מיליוני ₪
260	424	193	רווחי חברות מוחזקות
40	45	3	רווחי השקעה ומימון
29	20	29	הכנסת מימון ממוחזקות
4	2	30	אחר
11	10	8	דמ"נ ממוחזקות
344	501	263	סה"כ הכנסות
52	51	31	הוצאות מימון
15	17	12	הנהלה וכלליות
68	69	43	סה"כ הוצאות
277	433	220	רווח לפני מס

במהלך שנת 2014 מציגה החברה ירידה ברווחי החברות המוחזקות על ידה לעומת 2013. הקיטון ברווח נובע, בין היתר, מהשפעות הבאות - עדכוני התחייבויות בגין חוזי ביטוח כללי בשל עדכוני הערכות, הנחות ואומדנים אקטואריים, שינויים בהערכות בענף ביטוח החיים בשל הירידה בריבית חסרת הסיכון המשמשת לצורך היוון ההתחייבויות הביטוחיות ובאומדן ההתחייבויות לקצבה. נציין כי השינויים בהערכות בשל הירידה בריבית חסרת הסיכון ובשל שינוי האומדנים בגין התחייבויות לקצבה הינם רוחביים לענף חברות ביטוח¹. מנגד, חל גידול בהכנסות מדמי ניהול, בין היתר, כתוצאה מגידול בהיקף הנכסים המנוהלים.

1 לפרטים נוספים נא ראה Sector Comment בנושא - [נובמבר 2014](#)

מנורה פנסיה וגמל

מנורה פנסיה וגמל פועלת לחברה מנהלת של קרנות פנסיה וקופות גמל ומנהלת, בין היתר, את קרן הפנסיה "מבטחים החדשה", הקרן הציגה גידול בנכסים בשנת 2014, נובע בין היתר, מצבירה נטו חיובית ומהתשוואות החיוביות בשוק ההון בתקופה. הקרן מעניקה כסויים למקרי מוות (פנסיית שאירים), אובדן כושר עבודה (פנסיית נכות) ופרישה (פנסיית זקנה). קרן הפנסיה "מבטחים החדשה" הינה קרן פנסיה חדשה מקיפה, המנהלת את היקף הנכסים הגדול ביותר בענף. במהלך השנים האחרונות, עם התגברות התחרותיות בענף, ירד נתח השוק של מבטחים באופן הדרגתי בין השנים 2008 ל-2014.



להערכת מידרוג, הירידה נובעת, בין היתר, מפעולות שיווק אגרסיבי הגוררות הנחות בדמי ניהול, בעיקר בקרב חברות מנהלות של קרנות פנסיה בעלות היקף נכסים קטן, במטרה לצמוח.

הטבלה שלהלן כוללת תצוגה השוואתית בין חמשת קבוצות הביטוח הגדולות בענף קרנות הפנסיה וקופות הגמל, ע"פ חברה מנהלת, סך הנכסים ונתח השוק במיליוני ₪:

קופות גמל ² וקרנות השתלמות		קרנות פנסיה		חברה מנהלת
נתח שוק	סך נכסים ליום 31.12.2014	נתח שוק	סך נכסים ליום 31.12.2014	
4.5%	15,702	35.1%	36,970	מנורה מבטחים פנסיה וגמל
4.5%	15,490	22.8%	43,491	מגדל מקפת קרנות פנסיה וקופות גמל
0.7%	2,538	5.3%	10,151	הפניקס פנסיה וגמל
9.2%	31,773	17.9%	34,156	כלל פנסיה וגמל
7.0%	24,215	16.0%	30,636	הראל ניהול קרנות פנסיה
74.1%	256,706	2.9%	5,587	אחר
100.0%	346,324	100.0%	190,990	סה"כ

מנורה מבטחים ביטוח

ההון העצמי הנדרש מהמבטח הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2013 חל קיטון בהון המוכר של המבטח בין היתר, כתוצאה מחלוקת שומרה לחברה כדיבידנד בעין (במהלך הרבעון הראשון, 2013) ומקיטון בכתבי התחייבות נדחים מוכרים.

² תגמולים ואישית לפיצויים (לא כולל מרכזית לפיצויים)

³ כולל את נכסי קרנות הפנסיה "מבטחים החדשה" ו"מבטחים החדשה פלוס".



נכון ל- 31.12.2014, למבטח עודפי הון המהווים שיעור של כ- 18% מסך ההון הנדרש. בהינתן גיוס מלא, שיעור זה יעמוד על כ- 43%.

המבטח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪

31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	
2,638	2,107	1,970	2,111	הון נדרש לפי תקנות ליום המאזן
2,180	1,915	1,754	1,818	הון ראשוני קיים
708	609	510	670	הון משני מוכר
2,888	2,525	2,264	2,487	ההון המחושב (הון ראשוני + הון משני)
250	417	294	376	עודף הון ליום הדוח הכספי
9%	20%	15%	18%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש
33%	32%	29%	37%	הון משני / הון ראשוני
38%	51%	48%	43%	שיעור עודף בהינתן גיוס מלא

מנורה מבטחים פיננסים

עיקר פעילותה של מנורה מבטחים פיננסים בע"מ ("מנורה פיננסים") הינו ניהול קרנות נאמנות, ניהול תיקי השקעות, ניהול קופות גמל, ופעילות חיתום נציין כי התזרים של מנורה פיננסים עלול להיות מושפע מטעמי הלקוח לסיכון ומתנדודות שוק ההון, בדומה לענף בתי ההשקעות. נזכיר כי ענף בתי ההשקעות מאופיין בתחרות חריפה, המאיימת על השחקנים הקטנים יותר ויוצרת יתרון מובהק לגודל.

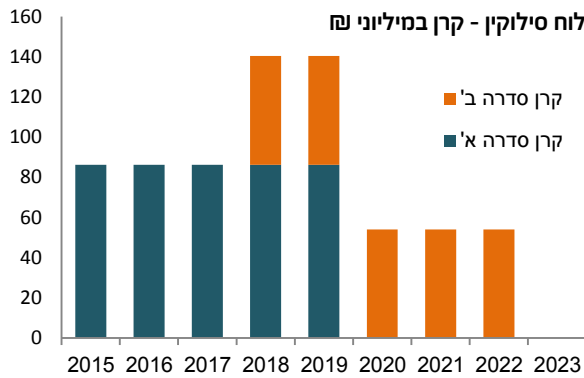
כאמור לעיל, בדצמבר 2013 הושלם מיזוג פעילות מנורה מבטחים גמל ממנורה פיננסים למנורה פנסיה וגמל. כתוצאה מכך פעילות ניהול קופות הגמל שמוזגה מוצגת בדוחות הכספיים של מנורה פיננסים כפעילות המיועדת לחלוקה עבור 2011-2013 - לפיכך, תיקנה מנורה פיננסים את מספרי ההשוואה עבור שנים אלו, ועבור שנת 2014, פעילות זו אינה כלולה בדוחות הכספיים.

מנורה מבטחים פיננסים - נתונים תוצאתיים עיקריים במיליוני ₪

2012	2013	2014	
66.5	79.9	87.7	הכנסות מדמי ניהול ומעמלות חיתום
0.5	3.4	-3.2	רווחים (הפסדים) מהשקעות, נטו
67.0	83.3	84.5	סך הכנסות
81.6	80.7	82.2	סך הוצאות
-14.6	2.6	2.3	רווח לפני מס

מינוי יו"ר דירקטוריון

ביום 23 בנובמבר 2013 נפטר מר מנחם גורביץ, יו"ר הדירקטוריון ובעל השליטה בחברה. מר גורביץ כיהן בתפקידו משנת 1985, ושימש בין היתר כמנכ"ל החברה ובתפקידים נוספים בחברות בקבוצה. ביום 25 בנובמבר 2013, מינה דירקטוריון החברה את מר גדליה דורון ליו"ר הדירקטוריון באופן זמני. בדצמבר 2014 מונה מר ערן גריפל ליו"ר דירקטוריון החברה באופן קבוע.



לחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 31.12.2014 הינה כ- 703 מ' ש"ח. בשנים 2015-2019, תידרש החברה לפרוע קרן בגין אג"ח סדרה א'. בשנת 2018 צפויה החברה להתחיל לפרוע גם את קרן אג"ח סדרה ב'. בשנים 2020-2022 לאחר פרעונה המלא של סדרה א', תפרע החברה קרן בגין אג"ח סדרה ב' בלבד.

תחזית החזר החוב של החברה מתבססת על יכולת ייצור המזומנים ו/או הדיבידנדים של החברות המוחזקות (ביטוח, פנסיה, פיננסים, נדל"ן) ועל תיק

ני"ע של החברה, כמפורט להלן. במהלך 2014 חילקו החברות המוחזקות דיבידנד בסך 100 מ' ש"ח וזאת בהשוואה ל- 2013, בה חילקו החברות המוחזקות דיבידנד בסך כ- 200 מ' ש"ח, בנוסף לדיבידנד בעין בסך כ- 359 מ' ש"ח (בגין שומרה).

מנורה החזקות סולו, יחסים פיננסיים

31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	מיליוני ש"ח
932	860	790	703	חוב פיננסי
557	570	448	441	חוב פיננסי נטו
2,200	2,617	2,925	3,066	הון עצמי
30%	25%	21%	19%	חוב ל- CAP
35%	28%	24%	20%	חוב לסך השקעה במוחזקות*
29%	24%	21%	18%	חוב למאזן

* לרבות הלוואות ושטרי הון

בשיקולי הדירוג של החברה נלקחו בחשבון, בין היתר, רמת המינוף ורמת הנזילות. יחס החוב הפיננסי ברוטו למאזן, ליום 31.12.2014, משקף שיפור ביחס לאותו מועד אשתקד. להערכת מידרוג, יחס זה הולם את רמת הדירוג הנוכחית, בהתחשב, בין היתר, בכך שהינו מבוסס על העלות בספרים של המבטח ומנורה פנסיה וגמל. מידת הגמישות הפיננסית של החברה מוערכת כגבוהה, בין היתר, בשל אחזקתה הישירה במנורה פנסיה וגמל.

לחברה אין שעבודים או חוב משמעותי נוסף, מעבר לאג"ח. החברה הצהירה על כוונתה לשמור לאורך זמן, על מסגרות אשראי חתומות ויתרות נזילות (מזומנים וני"ע סחירים), בהיקף של לפחות 100% מצורכי שירות החוב (קרן וריבית) לשנה אחת קדימה.

2011	2012	2013	2014	מיליוני ש"ח
100	654	559	100	דיבידנד מחברות מוחזקות
-	621	359	-	מתוכו - מניות ושטרי הון שחולקו כדיבידנד בעין
-	-	100	100	דיבידנד שחולק לבעלי המניות

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי ברמת הנזילות של החברה, ביחס לצרכי שירות החוב.
- שיפור בפרופיל סיכון האשראי של הנכסים המוחזקים על ידי החברה.

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

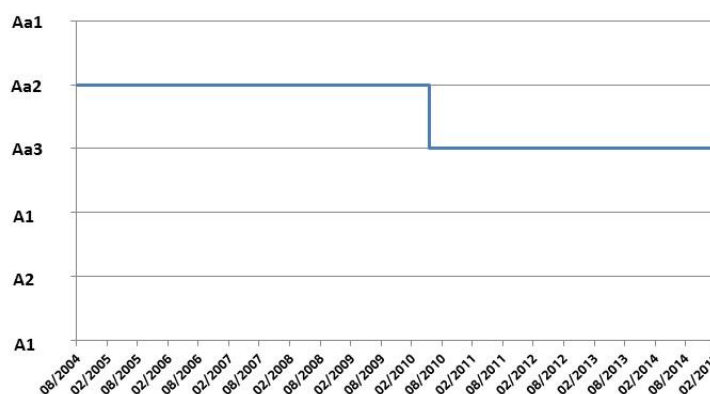
- פגיעה ברמת הנזילות של החברה.
- הרעה מתמשכת בתוצאותיה הכספיות של מנורה ביטוח, תוך פגיעה בעודפי ההון שלה, באופן שיש בו לסכן את יכולת חלוקת הדיבידנדים שלה בטווח הארוך ואת שוויה הנכסי, וכן, צורך תכופ בהזרמת הון למבטח.
- הרעה מתמשכת בתוצאותיה הכספיות של מנורה פנסיה וגמל.
- שינויים רגולטוריים שיש בהם להעיב במידה ניכרת על יכולת קבלת הדיבידנדים ממנורה ביטוח.
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה.

אודות החברה

מנורה החזקות הינה חברה ציבורית שמניויתיה נסחרות בבורסה של תל אביב. פעילות החברה מתמקדת, באמצעות חברות שבהחזקתה, בביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח, ביטוח כללי וביטוח בריאות (באמצעות מנורה ביטוח), בקרנות פנסיה וקופות גמל (באמצעות מנורה פנסיה וגמל) ובשוק ההון (באמצעות מנורה פיננסים). לחברה החזקות נוספות בסוכנויות ביטוח ובנכסי נדל"ן.

מנורה החזקות מוחזקת בשיעור כולל של 61.86% על ידי פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט, שתי חברות זרות המוחזקות בנאמנות עבור משפחת גורביץ. מנכ"ל החברה, מר ארי קלמן, המכהן גם כיו"ר הדירקטוריון של המבטח מחזיק בכ- 2.7% ממניות החברה, והיתרה מוחזקת בידי הציבור.

היסטוריית דירוג



[ינואר 2014](#) - מועד פרסום דוח אחרון -

[מרץ 2015](#) - מנורה מבטחים ביטוח בע"מ -

[פברואר 2015](#) - דוח מתודולוגי, חברות ביטוח -

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב. כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.