



מנורה מבטחים החזקות בע"מ

מעקב וינאר 2014

1

מחברים:

רו"ח דביר וולף, אנליסט
dvirw@midroog.co.il

שי מרום, ראש צוות
shaym@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.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 30/09/2013 (במיליוני ש"ח) ¹	יתרת שנות פירעון
א'	5660048	4.28%	מדד	518	2014-2019
ב'	5660055	4.5%	מדד	270	2018-2022

1. 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 בע"מ (להלן: "מנורה פנסיה") וליכולתה לחלק דיבידנדים. הדירוג של חברת האחזקה נמוך מדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח, בשל הנחיות המבנית. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת 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 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. נתחי השוק של המבטח בתחומי הביטוח הכללי, במונחי פרמיות ברוטו, הינם כ- 10% ברכב חובה, כ- 13% ברכב רכוש, וכ- 11% ברכוש אחר. בשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2013, רווחיות החברה בביטוח הכללי טובה מהממוצע בענף (במונחי יחס משולב). בתחום החיסכון לטווח ארוך, למבטח פעילות בתחום ביטוחי החיים בלבד, עם נתח שוק של כ- 2.3% מהיקף נכסי החיסכון². בנוסף, למבטח פעילות צומחת בתחום ביטוחי הבריאות, המהווה כ- 6% מהענף (במונחי פרמיות). חשוב לציין כי, למבטח יכולת גיוס הון רגולטורי מהגבוהים בענף.

בהערכת האיתנות של מנורה פנסיה, מתבססת מידרוג על מעמד מנורה פנסיה בתחום החיסכון הפנסיוני, עם היקף נכסים מנוהל בסך כ- 53.4 מיליארד ש"ח, נכון ל- 30.09.2013 ונתח שוק של כ- 36% 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 לא קיים חוב פיננסי.

להערכת מידרוג, החזקת החברה באופן ישיר בחברות המניבות, עקב הרה-ארגון בקבוצה (ראה הרחבה בהמשך) מעלה את גמישותה הפיננסית מחד, אך מקטינה את תמהיל הענפים, היקף הפעילות והרווחיות של המבטח, מאידך. 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

¹ כולל חלויות שוטפות.

² נתח השוק של החברה (כ- 15 מיליארד ש"ח בביטוח חיים) ביחס לסך נכסי החיסכון לטווח ארוך (645.5 מיליארד ש"ח) - סך נכסי הפנסיה כ- 148 מיליארד ש"ח, סך נכסי הגמל כ- 178 מיליארד ש"ח, סך נכסי ביטוח החיים כ- 182 מיליארד ש"ח.



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 125% לפחות משירות החוב לשנה אחת קדימה, מעמדה של מנורה פנסיה בענף החיסכון לטווח ארוך, רווחיותה היציבה לאורך זמן, ונתח השוק המשמעותי.

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

31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	30/09/2012	30/09/2013	מיליוני ₪
2,775	2,652	3,071	2,962	3,257	השקעות במוחזקות*, מזה:
2,316	2,189	1,925	1,833	1,734	מנורה ביטוח
-	-	672	658	669	מנורה פנסיה
230	229	251	239	245	מנורה פיננסים
219	233	222	231	230	מנורה נדל"ן
-	-	-	-	378	שומרה
10	1	1	1	1	השקעות אחרות
103	119	127	119	127	נדל"ן להשקעה
9	17	20	18	58	מזומנים ושוי מזומנים
280	359	270	254	330	השקעה בנ"ע
24	32	52	40	49	נכסים אחרים
3,190	3,178	3,541	3,392	3,822	סה"כ נכסים
883	932	860	866	791	אגרות חוב
-	4	63	51	60	אחר
929	978	924	917	851	סך התחייבויות
2,260	2,200	2,617	2,475	2,971	הון עצמי

* כולל הלוואות ושטרי הון

2010	2011	2012	1-9/2012	1-9/2013	מיליוני ₪
257	58	256	200	394	רווחי חברות מוחזקות
56	-16	40	13	37	רווחי השקעה ומימון
11	45	29	32	16	הכנסת מימון ממוחזקות
15	17	9	1	1	אחר
2	2	11	7	7	דמ"נ ממוחזקות
341	106	345	253	455	סה"כ הכנסות
52	62	52	49	43	הוצאות מימון
3	5	15	11	13	הנהלה וכלליות
55	67	68	60	57	סה"כ הוצאות
286	39	278	193	398	רווח לפני מס



בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2013, מציגה החברה עלייה של כ- 194 מיליון ₪ ברווחי החברות המוחזקות על ידה, לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הגידול ברווח נובע, בין היתר, משיפור בתוצאות מנורה ביטוח (כ- 76 מיליון ₪) ושומרה (כ- 47.5 מיליון ₪).

3. רה-ארגון בקבוצה

על מנת לשפר את גמישותה הפיננסית, והקטנת תלות החברה בתזרים המזומנים ממנורה ביטוח, ערכה החברה מספר מהלכים במסגרת רה-ארגון בקבוצה, כמפורט להלן:

3.1 חלוקת מנורה פנסיה מהמבטח לחברה

במהלך פברואר 2012 החליט דירקטוריון מנורה ביטוח על חלוקת מלוא מניותיה של מנורה פנסיה כדיבידנד בעין לחברה.

3.2 העברת פעילות הגמל ממנורה פיננסים למנורה פנסיה

במהלך חודש דצמבר 2012 הגישה פיננסים בקשה לבימ"ש (בהתאם לדרישות חוק החברות), לאישור חלוקת מניות חברת הבת שלה, מנורה מבטחים גמל בע"מ ("מנורה גמל"), כדיבידנד בעין לחברה. במרץ 2013 החליט ביהמ"ש להיעתר לבקשתה של פיננסים. בעקבות זאת, ב- 24.04.2013 חתמה פיננסים על הסכם עם מנורה פנסיה, להעברת 100% ממניות מנורה גמל, ללא כל תמורה. השלמת ההליך הוכפפה לאישורם של רשויות המס, המפקח על הביטוח וגורמים נוספים, והסתיימה עם תום שנת 2013 (החברה ציינה בדוחותיה כי מרבית האישורים כבר התקבלו). כתוצאה מהמיזוג, צפוי הונה העצמי של מנורה פנסיה לגדול בכ- 49 מיליוני ₪.

3.3 שומרה חברה לביטוח

בינואר 2013 חילקה מנורה ביטוח, כדיבידנד בעין, את מלוא החזקתה (בשיעור 100%) במניות שומרה חברה לביטוח בע"מ ("שומרה") לחברה. סכום הדיבידנד הינו כ- 359 מיליון ₪. שומרה פעילה בעיקר בתחום הביטוח הכללי, בהתמחות בענפי הרכב (כ- 88% מהפרמיות ברוטו). נכון ליום 30.09.2013, מסתכם הונה העצמי של שומרה לסך של כ- 311 מיליון ₪.

הטבלה שלהלן מציגה את הפרמיות ברוטו של שומרה ע"פ תחומי הפעילות, לשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2013:

סה"כ	אחר	חביות	רכב רכוש	רכב חובה	פרמיות ברוטו, מיליוני ש"ח
590	58	14	286	233	1-9/2013

4.1 מנורה פנסיה

מנורה פנסיה פועלת כחברה מנהלת של קרנות פנסיה ומנהלת את קרנות הפנסיה "מבטחים החדשה" (היקף נכסים בסך כ-53.4 מיליארד ש"ח, נכון ל-30.09.2013) ו"מבטחים החדשה פלוס" (היקף נכסים בסך כ-0.58 מיליארד ש"ח, נכון ל-30.09.2013) אשר מעניקות כסויים למקרי מוות (פנסיות שאירים), אובדן כושר עבודה (פנסיות נכות) ופרישה (פנסיות זקנה). קרן הפנסיה "מבטחים החדשה" הינה קרן פנסיה חדשה מקיפה, המנהלת את היקף הנכסים הגדול ביותר בענף. נכון ל-30.09.2013, למבטחים החדשה נתח שוק של כ-36% מסך קרנות הפנסיה. בקרן מבטחים כ-960 אלף איש, מתוכם כ-490 אלף עמיתים פעילים. הכנסות מנורה פנסיה מדמי ניהול, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2013, עמדו על כ-283 מיליוני ש"ח וזאת, ביחס להכנסות בסך כ-258 מיליוני ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. המבטח מעניק למנורה פנסיה שירותי גביה ותפעול שבגינם מנורה פנסיה משלמת דמי ניהול. נציין כי במהלך שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2013, חילקה מנורה פנסיה דיבידנד בסך 45 מיליון ש"ח.

הטבלה שלהלן מציגה את ענף קרנות הפנסיה, ע"פ חברה מנהלת, נתח השוק, סך הנכסים והצבירה נטו, במיליוני ש"ח:

חברה מנהלת	סך נכסים ליום 30.09.2013	נתח השוק	צבירה נטו LTM ³
מנורה מבטחים פנסיה	53,984.7	36%	5,404.2
מגדל מקפת קרנות פנסיה וקופות גמל	35,569.2	24%	3,462.7
כלל פנסיה וגמל	26,938.4	18%	3,298.8
הראל ניהול קרנות פנסיה	21,245.5	14%	3,298.6
הפניקס פנסיה וגמל	6,995.7	5%	1,202.8
אחר	6,056.6	4%	N/R
סה"כ	150,790.2	100%	17,695.9

4.2 מנורה מבטחים ביטוח

ההון העצמי הנדרש מהמבטח הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2012 חל קיטון בהון המוכר של המבטח בסך כ-363 מיליון ש"ח, בין היתר, כתוצאה מחלוקת פעילות הפנסיה לחברה (במהלך הרבעון הראשון, 2012). בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2013, ההון הנדרש מהמבטח ירד בכ-186 מיליון ש"ח כתוצאה מחלוקת שומרה לחברה (רבעון ראשון 2013), אשר במקביל הוביל גם לקיטון של כ-90 מיליון ש"ח בהון המוכר של המבטח. בנטרול הרבעון הראשון של שנת 2013, סך ההון המוכר של המבטח בשנת 2013 קטן בכ-31 מיליון ש"ח כתוצאה מקיטון בכתבי התחייבויות נדחים מוכרים⁴ בסך כ-103 מיליון ש"ח וחלוקת דיבידנד בסך כ-50 מיליון ש"ח אשר קוזזו בחלקן בעיקר כתוצאה מרווח כולל שנרשם בתקופה.

נכון ל-30.09.2013, למבטח עודף הון בסך כ-313 מיליון ש"ח אשר מהווים שיעור של כ-16% מסך ההון הנדרש. בהינתן גיוס מלא, שיעור זה יעמוד על כ-50%.

³ 12 חודשים אחרונים

⁴ ע"פ הנחיות הרגולטור, לא יוכרו לצורך חישוב ההון המוכר, כתבי התחייבות נדחים המהווים הון משני נחות שמועד פירעונם הינו בשנתיים הקרובות.

המבטח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪

31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	30/09/2013	
2,245	1,835	2,107	1,922	הון נדרש לפי תקנות ליום המאזן
2,313	2,180	1,915	1,724	הון ראשוני קיים
610	708	609	510	הון משני מוכר
2,922	2,888	2,525	2,234	ההון המחושב (הון ראשוני + הון משני)
678	373	417	313	עודף הון ליום הדוח הכספי
30%	9%	20%	16%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש
26%	33%	32%	30%	הון משני / הון ראשוני
53%	38%	51%	50%	שיעור עודף בהינתן גיוס מלא

קישור: **מנורה מבטחים ביטוח בע"מ, ינואר 2013**

4.3 מנורה מבטחים פיננסים

עיקר פעילותה של מנורה מבטחים פיננסים בע"מ ("מנורה פיננסים") הינו ניהול נכסים בקרנות נאמנות וקופות גמל. מרבית הרווח של פיננסים נובע מניהול קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות נאמנות. נכון ל- 30.09.2013 מנהלת פיננסים קופות גמל (תגמולים ואישית לפיצויים) עם היקף נכסים של כ- 9.3 מיליארד ₪ (כ- 5.2% מהענף), וקרנות השתלמות בהיקף כ- 4.8 מיליארד ₪ (כ- 3.5% מהענף). בנוסף, פיננסים מנהלת קרנות נאמנות בהיקף כ- 10.3 מיליארד ₪. להערכת מידרוג, התבססות פיננסים על תמהיל עסקים, המוטה ניהול נכסים לטווח בינוני עד ארוך והתבססות על מרכיב גבוה ויציב של הכנסות מדמי ניהול, מהווה מקור תזרימי יציב. עם זאת, העברתה הצפויה של פעילות הגמל כדיבידנד בעין (כמפורט לעיל) לחברת האם, צפויה לפגוע ביציבות התזרים אותו מייצרת מנורה פיננסים מחד ומאידך, תוביל לגידול בהכנסות של מנורה פנסיה ולקטון בעלויות התפעוליות. כמו כן, התזרים של מנורה פיננסים עלול להיות מושפע מטעמי הלקוח לסיכון ומתנודות שוק ההון, בדומה לענף בתי ההשקעות. נזכיר כי ענף בתי ההשקעות מאופיין בתחרות חריפה, המאיימת על השחקנים הקטנים יותר ויוצרת יתרון מובהק לגודל. פעילות ניהול קופות הגמל של מנורה פיננסים מוצגת בדוחותיה הכספיים כפעילות המיועדת לחלוקה - לפיכך, תיקנה מנורה פיננסים את מספרי ההשוואה, וגם בשנים קודמות מוצגות תוצאות הפעילות תחת הגדרה זו. במהלך שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2013, הציגה החברה רווח נקי מפעילות נמשכת בסך כ- 2 מיליון ₪, בעוד פעילות הגמל המיועדת לחלוקה הניבה רווח בסך כ- 11 מיליון ₪. נזכיר כי החל משנת 2014, צפויה פעילות זו לעבור למנורה פנסיה במסגרת הרה-ארגון כאמור.

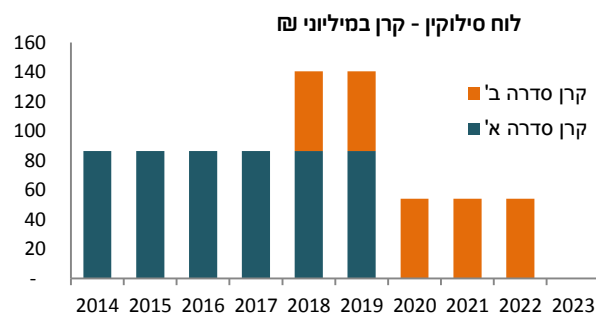
מנורה מבטחים פיננסים - נתונים תוצאתיים עיקריים

2010	2011	2012	1-9/2012	1-9/2013	
84	78	56	42	48	ניהול קרנות נאמנות
7	10	17	12	12	ניהול קופות גמל
13	6	5	4	9	עמלות חיתום
3	3	3	3	2	ניהול תיקי השקעות
1	-1	-0	-1	1	השקעות
108	96	81	60	73	סך הכנסות
40	38	28	20	30	עמלת הפצה, תפעול ודמי ניהול
31	29	31	23	25	הנהלה וכלליות
16	14	25	22	9	אחר
87	81	84	65	64	סך הוצאות
10	6	-13	-14	2	רווח נקי מפעילות נמשכת
31	-3	23	11	11	רווח מפעילות המיועדת לחלוקה, נטו

4.4 פטירת יו"ר הדירקטוריון של החברה

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.

5. איתנות פיננסית - מנורה מבטחים החזקות



לחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.09.2013 הינה כ- 791 מיליון ₪. בשנים 2014-2017, תידרש החברה לפרוע כ- 115 מיליון ₪ קרן בכל שנה, בגין אג"ח סדרה א'. בשנת 2018 צפויה החברה להתחיל לפרוע את קרן אג"ח סדרה ב', ובהתאם, צפוי החזר החוב השנתי שלה במהלך שנים אלה לעלות לכ- 160 מיליון ₪ בשנה. בשנת 2019 תסולק יתרת אג"ח סדרה א', כך שבשנים 2020-2022 תפרע

החברה קרן בגין אג"ח סדרה ב' בלבד, בסך של כ- 60 מיליון ₪ בשנה.

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 תשעת החודשים הראשונים לשנת 2013, חילקו החברות המוחזקות בידי החברה דיבידנד בסך כ- 150 מיליון ₪, בנוסף לדיבידנד בעין בסך כ- 359 מיליון ₪ (בגין שומרה, כמפורט לעיל). בשנת 2012 חולקו לחברה כ- 654 מיליון ₪ דיבידנד, מתוכם כ- 33 מיליון ₪ במזומן, והיתר כדיבידנד בעין (בגין מנורה פנסיה, כמפורט לעיל). נזכיר כי המבטח כפוף לתקנות והנחיות המפקח על הביטוח בקשר עם יכולתו לחלק דיבידנדים. בשנים 2008-2010 לא חילק המבטח דיבידנדים. במאי 2011 חילק המבטח דיבידנד של 100 מיליון ₪. כאמור, במהלך שנת 2012 חילק המבטח את החזקתו במנורה פנסיה כדיבידנד בעין לחברה. חלוקה זו נרשמה בסך כ- 621 מיליון ₪. במאי 2013 חילק המבטח דיבידנד בסך כ- 50 מיליון ₪.

מנורה החזקות סולו, יחסים פיננסיים

31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	30/09/2012	30/09/2013	מיליוני ₪
887	932	860	866	791	חוב פיננסי
599	557	570	595	403	חוב פיננסי נטו
2,260	2,200	2,617	2,475	2,971	הון עצמי
28%	30%	25%	26%	21%	חוב ל- CAP
32%	35%	28%	29%	24%	חוב לסך השקעה במוחזקות*
28%	29%	24%	26%	21%	חוב למאזן

* לרבות הלוואות ושטרי הון

בשיקולי הדירוג של החברה נלקחו בחשבון, בין היתר, רמת המינוף ורמת הנזילות. יחס החוב הפיננסי ברוטו למאזן, ליום 30.09.2013, הינו כ- 21%, שיפור של כ- 5% ביחס לאותו מועד אשתקד. ליום זה, עומד יחס החוב נטו למאזן על שיעור של כ- 10%. להערכת מידרוג, יחס זה הולם את רמת הדירוג הנוכחית, בהתחשב, בין היתר, בכך שהינו מבוסס על העלות בספרים של המבטח ומנורה פנסיה. מידת הגמישות הפיננסית של החברה מוערכת כגבוהה, בין היתר, בשל אחזקתה הישירה במנורה פנסיה.



מידרוג

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 125% מצורכי שירות החוב (קרן וריבית) לשנה אחת קדימה. ליום 30.09.2013 לחברה מזומנים ושווי מזומנים בגובה של כ- 58 מיליון ₪, תיק השקעות סחיר, בשווי הוגן של כ- 330 מיליון ₪, המורכב ברובו מאגרות חוב קונצרניות בישראל (כ- 46%, מתוכם כ- 73% מתיק האג"ח הקונצרני מדורג בדירוג השקעה), פקדונות ואג"ח ממשלתיות (כ- 37%), לצד פיזור גבוה ונדל"ן להשקעה בשווי של כ- 127 מיליון ₪. בנוסף, לחברה מסגרת אשראי חתומה בלתי מנוצלת של 40 מיליון ₪.

2010	2011	2012	1-9/2012	1-9/2013	מיליוני ש"ח
0.4	100	654	621	509	דיבידנד מחברות מוחזקות
-	-	621	621	359	מתוכו - מניות ושטרי הון שחולקו כדיבידנד בעין
-	-	-	-	*-	דיבידנד שחולק לבעלי המניות

*לא כולל דיבידנד שחולק לאחר תאריך המאזן

ביום 1 באוקטובר 2013, לאחר תאריך המאזן, החליט דירקטוריון החברה על חלוקת כ- 100 מיליון ₪ דיבידנד לבעלי המניות. הדיבידנד שולם ביום 23 באוקטובר 2013. דיבידנד זה הינו החלוקה הראשונה שמבצעת החברה מאוקטובר 2007, באותו מועד חילקה החברה כ- 97 מיליון ₪. ביום 31 בדצמבר 2013, חילקה שומרה לחברה דיבידנד בסך כ- 50 מיליון ₪.

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.

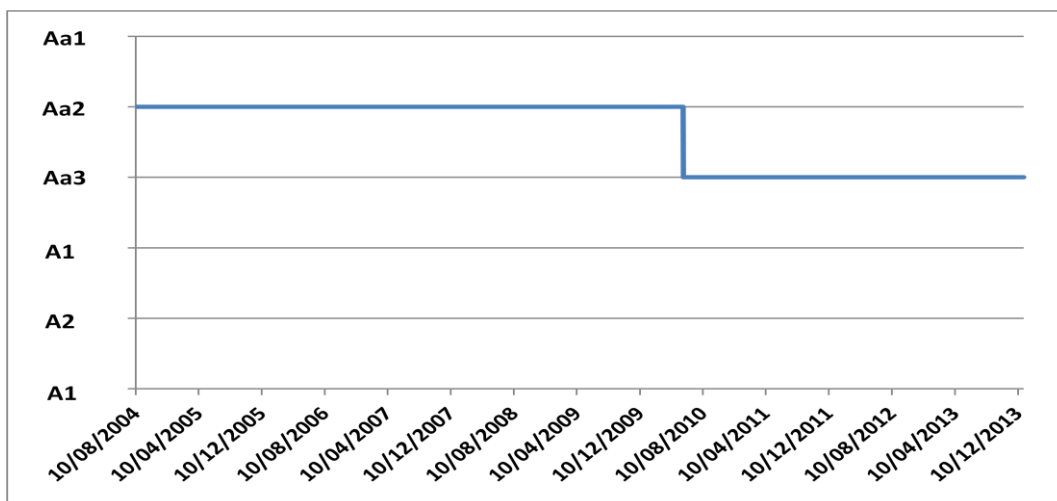
גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- 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.
- שינויים רגולטוריים שיש בהם להעיב במידה ניכרת על יכולת קבלת הדיבידנדים ממנורה ביטוח.
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה.

7. אודות החברה

מנורה החזקות הינה חברה ציבורית שמנייתיה 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 (באמצעות מנורה פנסיה) 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.



9. חומר מקצועי רלוונטי

- מועד דוח אחרון - דצמבר 2012
- מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - דצמבר 2013
- מנורה מבטחים פנסיה בע"מ - דירוג החברה המנהלת וקרן הפנסיה החדשה המקיפה, אוקטובר 2013

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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") 2013.

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 צריכה 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 מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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.